

Finanzaufsichtsbehörden im Spannungsverhältnis von Einzelakt und Normsetzung

Das Finanzaufsichtsrecht als Referenzgebiet normativen
Verwaltungshandelns an den Beispielen von Kapitalpuffern und
Produktbeschränkungen

Finanzaufsichtsbehörden im Spannungsverhältnis von Einzelakt und Normsetzung

Das Finanzaufsichtsrecht als Referenzgebiet normativen Verwaltungshandelns an den
Beispielen von Kapitalpuffern und Produktbeschränkungen

Dissertation

zur Erlangung des Grades eines

Doktors der Rechte

des Fachbereichs

Rechts- und Wirtschaftswissenschaften
der Johannes Gutenberg-Universität
Mainz

vorgelegt von

Erik Anders Sollmann

Richter am Verwaltungsgericht in Karlsruhe
2024

Erstberichterstatlerin: Prof. Dr. iur. Elke Gurlit

Zweitberichterstatler: Prof. Dr. iur. Albert Ingold

Tag der mündlichen Prüfung: 11. November 2024

Meiner Familie

Vorwort

Die Arbeit wurde im Oktober 2024 vom Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften der Johannes Gutenberg-Universität Mainz als Dissertation angenommen. Das Manuskript entstand in seinen Grundzügen während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl von Frau Prof. Dr. Elke Gurlit von 2016 bis 2019. Die Fertigstellung erfolgte während meines Berufseinstiegs als Verwaltungsrichter von 2020 bis 2024. Der Stand der Bearbeitung ist Juli 2024.

Herzlich danken möchte ich Frau Prof Dr. Elke Gurlit für die Betreuung der Arbeit, die Ermutigung zur Entwicklung einer eigenen Fragestellung und ihre stets konstruktive Kritik. Für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens bedanke ich mich herzlich bei Herrn Prof. Dr. Albert Ingold. Großer Dank gilt auch den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern des Lehrstuhls von Frau Prof. Dr. Elke Gurlit, den Kolleginnen und Kollegen auch der anderen öffentlich-rechtlichen Lehrstühle der Johannes Gutenberg-Universität sowie den Freundinnen und Freunden, die meine Zeit an der Universität fachlich und menschlich bereichert haben.

Schließlich danke ich meiner Familie, insbesondere meiner Frau und meinen Eltern, die mir gerade auch während des langen Entstehungsprozesses dieser Arbeit stets mit Rat und Tat zur Seite standen.

Neupotz, im Mai 2025

Erik Sollmann

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	I
Inhaltsverzeichnis	II
Literaturverzeichnis	XVIII
Abkürzungsverzeichnis	XLV
Einleitung	1
A. Auswahl des Finanzaufsichtsrechts als Referenzgebiet	3
I. Wechselspiel zwischen unionsrechtlichen Vorgaben und nationaler Handlungsformendogmatik.....	3
II. Häufung normativer Maßnahmen in der Finanzaufsicht	5
B. Forschungslücke und Untersuchungsmaßstab.....	7
I. Forschungsstand.....	7
II. Handlungsformenadäquanz als Untersuchungsmaßstab	8
C. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands	9
I. Befugnisse zu rechtsverbindlichen Maßnahmen.....	9
II. Mikro- und makroprudenzielle Aufsichtsbefugnisse	11
III. Befugnisse zum Finanzsystemstabilitäts-, Funktions- und Kundenschutz	12
IV. Auswahl von Aufsichtsbefugnissen	12
D. Gang der Untersuchung	14
I. Erklärungsansätze für Maßnahmen zwischen Einzelakt und Norm in der Finanzaufsicht	14
II. Abgrenzung von Einzelakt und Norm	15

III. Konsequenzen und Grenzen der Handlungsformenwahl.....	16
IV. Reformoptionen	16
1. Teil: Grundlegungen - Ziele, Aufbau und Aufgaben der Finanzaufsicht.....	18
A. Begriffsbestimmung: Finanzaufsicht	19
I. Sachlich-gegenständlich	19
II. Institutionell	20
III. Instrumentell	21
B. Die Ziele des Finanzaufsichtsrechts: Finanzsystemstabilität, Funktionsschutz und Kundenschutz	24
I. Die Bedeutung des Finanzsystems für die Volkswirtschaft	26
II. Die Erreichung der Aufsichtsziele als Funktionsvoraussetzungen des Finanzsystems	29
C. Aufbau und Aufgaben der Finanzaufsicht in der EU.....	33
I. Das Europäische System der Finanzaufsicht nach der Finanzkrise	34
II. Die neue Aufgabe der makroprudenziellen Aufsicht über Systemrisiken.....	36
1. Weiche und harte makroprudenzielle Aufsichtsinstrumente und ihre Ermächtigungsadressaten	36
2. Der Begriff des Systemrisikos.....	38
a. Informelle und institutionelle Ansteckung.....	39

b. Zeit- und Querschnittsdimension.....	40
2. Teil: Erklärungsansätze für normatives Handeln der Finanzaufsichtsbehörden	42
A. Bedarf an normativen Maßnahmen zur effektiven Finanzaufsicht.....	42
I. Binnenmarktziel der EU: Finanzsystem als level playing field.....	42
II. Praktische Grenzen der Beaufsichtigung des Finanzsystems und seiner Akteure	44
III. Charakteristika von Systemrisiken.....	46
1. Relationalität und Potentialität systemischer Risiken in der Querschnittsdimension.....	46
2. Paradoxität finanzieller Stabilität in der Zeitdimension.....	49
B. Erforderlichkeit normativen Handelns durch die Finanzaufsichtsbehörden.....	50
I. Komplexität und Technizität der finanzaufsichtlichen Materie	51
II. Unionsrechtliche Vorgabe: Normatives Handeln der Aufsichtsbehörden als Teil des Unabhängigkeitspostulats	54
3. Teil: Einordnung der ausgewählten Maßnahmen der Finanzaufsicht in das Handlungsformensystem	57
A. Die Handlungsform der Allgemeinverfügung: Wesensmerkmale und Abgrenzung zur Rechtsnorm	60
I. Wesensmerkmale der Allgemeinverfügung	60

II. Materielle statt formeller Abgrenzung von Einzelfallentscheidung und Rechtsnorm.....	64
III. Kriterien zur materiellen Abgrenzung von Einzelfallentscheidung und Rechtsnorm.....	66
1. Individualisierung des bzw. der Regelungsadressaten	67
a. Bestimmter Adressatenkreis	68
b. Bestimmbarer Adressatenkreis.....	69
c. Einzelfallbezug auch bei offenem Adressatenkreis	70
d. Bestimmbarkeitsanforderungen bei offenem Adressatenkreis	73
2. Konkretisierung durch Regelungsgegenstand und -anlass	73
a. Das geregelte Verhalten als Regelungsgegenstand.....	74
aa. Einzelverhalten	75
bb. Verhalten einer Mehrzahl von Personen	76
cc. Sonderfall Gesamtverhalten	77
dd. Einzelfallbezug und Bestimmtheitsanforderungen bei der Regelung einer unbestimmten Vielzahl von Verhalten	78
b. Der Sachverhalt als Regelungsanlass	79
aa. Sachliche, zeitliche und örtliche Anknüpfungspunkte einer Regelung	80

bb. Gefahren- und Risikoabwehr als Regelungsanlass.....	81
c. Indizien für die Konkretheit von Regelungsgegenstand und -anlass	83
aa. Räumliche Begrenzung des Geltungsbereichs der Maßnahme	84
bb. Zeitliche Begrenzung der Geltungsdauer der Maßnahme	84
cc. Zwischenergebnis.....	85
3. Wechselwirkung zwischen Individualität des bzw. der Regelungsadressaten und Konkretheit von Regelungsgegenstand und -anlass	86
4. Zwischenergebnis: Vorschlag eines Konzepts zur Abgrenzung von Einzelakt und Rechtssatz auf Grundlage einer systematisierten Gesamtbetrachtung	88
IV. Einordnung der ausgewählten Aufsichtsbefugnisse der BaFin unter Berücksichtigung ausgewählter Anwendungsbeispiele	91
1. Leerverkaufsverbot	92
a. Grundzüge zum Leerverkauf	92
b. Gesetzgeberische Vorgaben für Individualität und Konkretheit von Leerverkaufsverboten der BaFin.....	95
c. Ausgewähltes Anwendungsbeispiel: Verbot des Leerverkaufs von Wirecard-Aktien	98
2. Produktintervention	101

a. Grundzüge zu Contracts for Difference	102
b. Gesetzgeberische Vorgaben für Individualität und Konkretheit von Produktinterventionen der BaFin	103
c. Ausgewähltes Anwendungsbeispiel: CFD- Verfügung der BaFin	107
3. Zusätzliche Kapitalpuffer	112
a. Grundzüge der Eigenkapitalanforderungen	112
b. Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers	117
aa. Vorbemerkungen	117
bb. Handlungsform der Quotenfestlegung	121
aaa. Gesetzgeberische Vorgaben für Individualität und Konkretheit der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers	121
bbb. Ausgewähltes Anwendungsbeispiel: Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers auf 0,25 Prozent durch die BaFin am 28.06.2019	126
c. Anordnung des Kapitalpuffers für systemische Risiken	129
aa. Vorbemerkungen	129
bb. Handlungsform der Quotenfestlegung	130
aaa. Gesetzgeberische Vorgaben für Individualität und Konkretheit der Festlegung des Kapitalpuffers für systemische Risiken	130

bbb. Ausgewähltes Anwendungsbeispiel: Anordnung eines Kapitalpuffers für systemische Risiken i.H.v. 2 Prozent für Wohnimmobilienfinanzierungen durch die BaFin am 30.03.2022.....	134
d. Zusätzliche Maßnahmen zur Begrenzung systemischer Risiken.....	137
aa. Vorbemerkungen.....	137
bb. Handlungsform der Quotenfestlegung: Gesetzgeberische Vorgaben für Individualität und Konkretheit für Maßnahmen zur Begrenzung systemischer Risiken.....	138
V. Zwischenergebnis: Normative Strukturmerkmale der ausgewählten Maßnahmen der nationalen Finanzaufsichtsbehörde.....	140
B. Die Handlungsform des adressatenlosen Beschlusses: Wesensmerkmale und Abgrenzung zur Rechtsnorm	143
I. Abgrenzungsbedürfnis infolge gemeinsamer und unterscheidender Wesensmerkmale von Beschluss und Verordnung.....	143
1. Der adressatenlose Beschluss als Handlungsform nur für generelle Regelungen verwaltungsinterner Organisationsfragen	148
2. Der adressatenlose Beschluss als Handlungsform auch für generelle Regelungen mit Außenwirkung	149

3. Zwischenergebnis: Der adressatenlose Beschluss als der Allgemeinverfügung entsprechende Handlungsform.....	152
II. Formelle oder materielle Abgrenzung	153
III. Kriterien zur materiellen Abgrenzung des adressatenlosen Beschlusses von der abstrakt- generellen Rechtsnorm.....	154
1. Rückschau: Individualität als alleiniges Kriterium zur Abgrenzung der Entscheidung von der Verordnung	154
2. Konkretheit von Regelungsgegenstand und - anlass als weitere Abgrenzungskriterien.....	156
3. Systematisierung der Abgrenzungskriterien.....	158
a. Individualisierung des Adressatenkreises	158
b. Konkretheit der Regelung	160
4. Zwischenergebnis: Abgrenzungssystematik	163
IV. Einordnung der ausgewählten Aufsichtsbefugnisse der ESAs und der EZB unter Berücksichtigung ausgewählter Anwendungsbeispiele	165
1. Leerverkaufsverbotsbefugnis der ESMA: Gesetzgeberische Vorgaben für Individualität und Konkretheit	165
2. Produktinterventionsbefugnis der ESAs	170
a. Gesetzgeberische Vorgaben für Individualität und Konkretheit.....	170

b. Ausgewähltes Anwendungsbeispiel: Wiederholte CFD-Beschränkung durch die ESMA	173
3. Befugnisse der EZB zur Festlegung zusätzlicher Kapitalpuffer	179
a. Befugnis der EZB zur Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers: Gesetzgeberische Vorgaben für Individualität und Konkretheit.....	179
b. Keine Befugnis der EZB zur Festlegung des Kapitalpuffers für systemische Risiken	182
c. Keine Befugnis der EZB zu weiteren Maßnahmen zur Begrenzung makroprudenzieller und systemischer Risiken	184
V. Zwischenergebnis: Normative Strukturmerkmale der ausgewählten Maßnahmen der europäischen Finanzaufsichtsbehörden	184
C. Ergebnis: Allgemeinverfügung und adressatenloser Beschluss als inadäquate Handlungsformen für normative Maßnahmen der Finanzaufsicht	185
4. Teil: Grenzen und Konsequenzen der Handlungsformenwahl	187
A. Gesetzliche Vorgaben der Handlungsformenwahl.....	188
B. Formenmissbrauch als äußerste Grenze der Handlungsformenwahl	192
C. Speicher- und Ordnungsfunktion der Handlungsformen als rechts- und demokratiestaatlich fundierte Grenzen eines Formenfehlgebrauchs	196

D. Kompetenzordnung als Ausprägung und Sicherung des rechtsstaatlichen Gewaltenteilungsgrundsatzes und demokratischer Legitimation.....	199
I. Art. 80 GG, Parlamentsgesetzesvorbehalt und Wesentlichkeitstheorie	199
1. Rechtsetzung als Aufgabe des demokratisch legitimierten Gesetzgebers und Delegationsmöglichkeit nach Art. 80 GG	199
2. Entsprechende Anwendung von Art. 80 GG für die Ermächtigung der BaFin zu normativem Verwaltungshandeln vor dem Hintergrund des Parlamentsgesetzesvorbehalts	203
a. Ermächtigungen zur Produktintervention und zur Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers als wesentliche Angelegenheiten	205
b. Das demokratische Legitimationsminus administrativer Normsetzung und seine Kompensation	206
c. Erfordernis und Rechtfertigung einer überspringenden Delegation	209
II. Art. 290 AEUV und institutionelles Gleichgewicht	212
1. Die Aufgabe der Normsetzung im institutionellen Gefüge der EU: Art. 290 AEUV, Meroni und Romano	213
2. Die Bedeutung des Art. 290 AEUV für die administrative Normsetzung der ESAs	216

a. Ermächtigung zu Produktinterventionen mit allgemeiner Geltung als wesentliche Angelegenheit	216
b. ESMA-Entscheidung und Kritik.....	218
c. Sperrwirkung des Art. 290 AEUV über seinen unmittelbaren Anwendungsbereich hinaus	221
aa. Demokratietheoretischer Hintergrund des Art. 290 AEUV	222
bb. Legitimationsminus administrativer Normsetzung der ESAs	224
cc. Entsprechende Anwendung des Art. 290 AEUV	227
3. Administrative Normsetzungsbefugnisse der EZB	231
a. Beschränkter Anwendungsbereich der Lex specialis Art. 132 I 1. Spiegelstrich AEUV	231
b. Erfordernis ergänzender Legitimation von administrativen Normsetzungsakten der EZB als Finanzaufsichtsbehörde	233
c. Entsprechende Anwendung des Art. 290 AEUV	237
III. Zwischenergebnis	238
E. Gesetzgeberische Vorsteuerung und handlungsformenabhängige Verfahrensgestaltung bei den ausgewählten Handlungsbefugnissen	240
I. Normative Maßnahmen der BaFin	240
1. Regelung von Zweck, Inhalt und Ausmaß der BaFin-Befugnisse	243
a. Produktintervention	244

b. Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers	248
2. Ausgestaltung des Verfahrens der Produktintervention und der Kapitalpufferfestlegung.....	251
a. Verfahrensbeteiligungen	253
b. Begründung und Bekanntgabe.....	254
3. Zwischenergebnis	256
II. Produktinterventionsbefugnis der ESAs	257
1. Festlegung von Ziel, Inhalt, Geltungsbereich und Dauer der ESA-Befugnis	257
2. Ausgestaltung des Produktinterventionsverfahrens	263
a. Verfahrensbeteiligungen	263
b. Begründung und Bekanntgabe.....	266
3. Zwischenergebnis	266
III. Befugnis der EZB, den antizyklischen Kapitalpuffer festzulegen.....	267
1. Festlegung von Ziel, Inhalt und Geltungsbereich und Dauer der EZB-Befugnis	267
2. Ausgestaltung des Festlegungsverfahrens.....	270
IV. Zwischenergebnis	272
F. Handlungsformenabhängige Rechtsschutzmöglichkeiten.....	273
I. Das Gebot effektiven Rechtsschutzes.....	274
II. Rechtsschutz gegen normative Maßnahmen der BaFin nach der VwGO	276

1. Statthafter Rechtsbehelf in Abhängigkeit der äußeren Form.....	276
a. Anfechtungslast und Rechtsschutzverkürzung beim Handeln in Form der Allgemeinverfügung als Folge ihrer Bestandskraftfähigkeit.....	277
aa. Handlungsformenabhängige Bestandskraftproblematik	277
bb. Handlungsformenabhängige Beschränkung der Reichweite verwaltungsgerichtlichen Rechtsschutzes	279
b. Kompensation durch anderweitige Rechtsschutzmöglichkeiten	283
aa. Wiedereinsetzung in den vorherigen Stand	283
bb. Verpflichtungsrechtsschutz: Anspruch auf Aufhebung der Allgemeinverfügung	285
c. Zwischenergebnis	289
2. Das Erfordernis der Klagebefugnis in Abhängigkeit des statthafter Rechtsbehelfs.....	290
a. Adressaten der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers und der Produktintervention	290
b. Drittbetroffene einer Produktintervention	292
3. Zwischenergebnis	298
III. Rechtsschutz gegen normative Maßnahmen der ESAs und der EZB nach Unionsrecht	299
1. Administratives Beschwerdeverfahren.....	300

2. Klageberechtigung im Rahmen der Nichtigkeitsklage: Abhängigkeit vom Klagegegenstand	302
a. Keine Adressatengerichtetheit, Art. 263 IV Alt. 1 AEUV	302
b. Keine individuelle Betroffenheit, Art. 263 IV Alt. 2 AEUV	303
c. Rechtsakt mit Verordnungscharakter, Art. 263 IV Alt. 3 AEUV	305
3. Klagefrist und Bestandskraftproblematik	308
a. Keine Anfechtungsmöglichkeit künftig Betroffener	309
b. Unbehilflichkeit der Möglichkeit, vor den nationalen Gerichten ein Vorabentscheidungsverfahren nach Art. 267 AEUV anzuregen	311
c. Kompensation der fehlenden Anfechtungsmöglichkeit	312
aa. Eingeschränkte Möglichkeit der Wiedereinsetzung in die Klagefrist des Art. 263 VI AEUV	313
bb. Möglichkeit einer Untätigkeitsklage nach Art. 265 I, III AEUV	313
4. Zwischenergebnis	317
G. Ergebnis.....	318

5. Teil: Reformpotenziale bei normativen Maßnahmen in der Finanzaufsicht und im Allgemeinen	320
A. Ausstattung der deutschen und europäischen Finanzaufsichtsbehörden mit Normsetzungsbefugnissen	320
I. Die <i>rule-making-power</i> von SEC sowie FCA und PRA	321
II. Das Erfordernis einer Grundgesetz- und Vertragsänderung zur Schaffung einer allgemeinen Normsetzungsbefugnis	323
III. Die Möglichkeit vorweggenommener Subdelegationen zur Schaffung spezieller Normsetzungsbefugnisse	324
B. Legitimationssteigerung durch Beteiligung der Öffentlichkeit am Verfahren administrativer Normsetzung	326
I. Das <i>rule-making-Verfahren</i> der SEC sowie FCA und PRA	327
II. Möglichkeiten der Öffentlichkeitsbeteiligung	328
1. Offene öffentliche Anhörung	329
2. Anhörung institutionalisierter Interessengruppen von Instituten, Anbietern und Kunden	331
III. Möglichkeit vorläufig befristeter Maßnahmen in Eilfällen	333
IV. Reformvorschlag	334
C. Kompensation von Rechtsschutzdefiziten	335

I. Keine Anwendung des Meistbegünstigungsgrundsatzes und Annahme eines Doppelcharakters	336
II. Fristbeginn mit Betroffenenwerden	340
III. Klarstellung des Klagerechts Drittbetroffener gegen belastende Maßnahmen	343
IV. Reform- und Klarstellungsvorschlag.....	344
Zusammenfassung in Thesen	347

Literaturverzeichnis

- Achenbach*, Jelena von, Demokratische Gesetzgebung in der Europäischen Union - Theorie und Praxis der dualen Legitimationsstruktur europäischer Hoheitsgewalt, 2014
- Arentz*, Oliver, Finanzmarktregulierung - notwendig oder Übel?, Otto-Wolff-Institut für Wirtschaft Discussion Paper (OWIWO DP) 7/2008, S. 1-19
- Assmann*, Heinz-Dieter/*Schneider*, Uwe H./*Mülbert*, Peter O. (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht Kommentar, 8. Aufl. 2023
- Assmann*, Heinz-Dieter/*Schütze*, Rolf A./*Buck-Heeb*, Petra (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 6. Aufl. 2024
- Attendor*, Thorsten, Die Festlegung nach § 28 EnWG - normierende Regulierung unter den Augen der Gerichte, RdE 2009, 87
- Auerbach*, Dirk (Hrsg.), Banken- und Wertpapieraufsicht, 2. Aufl. 2023
- Augsberg*, Ino (Hrsg.), Extrajuridisches Wissen im Verwaltungsrecht, 2013
- Axer*, Peter, Normsetzung der Exekutive in der Sozialversicherung - Ein Beitrag zu den Voraussetzungen und Grenzen untergesetzlicher Normsetzung im Staat des Grundgesetzes, 2000
- Bast*, Jürgen, Grundbegriffe der Handlungsformen der EU - entwickelt am Beschluss als praxisgenerierte Handlungsform des Unions- und Gemeinschaftsrechts, 2006
- Baur*, Georg/*Boegl*, Martin, Die neue europäische Finanzmarktaufsicht - Der Grundstein ist gelegt, BKR 2011, 177

- Bendel, Daniel/Demary, Markus/Voigtländer, Michael*, Eine erste Bewertung makroprudenzieller Instrumente in der Immobilienfinanzierung, IW policy paper, No. 8/2016
- Berger, Henning*, Rechtsanwendung durch die EZB im Single Supervisory Mechanism (SSM) - Teil I, WM 2016, 2325
- Berger, Henning*, Rechtsanwendung durch die EZB im Single Supervisory Mechanism (SSM) - Teil II, WM 2016, 2361
- Bergold, Felix/Wendt, Domenik Henning*, Technische Durchführungsstandards im Finanzmarktrecht - Fortschrittliche Rechtsetzung oder Demokratiedefizit?, EuR 2019, 86
- Beschorner, Jürgen*, Individualrechtsschutz bei inkongruenten Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns, 1985
- Biervert, Bernd*, Der Mißbrauch von Handlungsformen im Gemeinschaftsrecht, 1999
- Binder, Jens-Hinrich*, Die geplante deutsche Allfinanzaufsicht und der britische Prototyp - ein vergleichender Blick auf den deutschen Referentenentwurf, WM 2001, 2230
- Binder, Jens-Hinrich/Glos, Alexander/Riepe, Jan* (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, 2. Aufl. 2020
- Bogdandy, Armin von*, Gubernative Rechtsetzung - Eine Neubestimmung der Rechtsetzung und des Regierungssystems unter dem Grundgesetz in der Perspektive gemeineuropäischer Dogmatik, 2000
- Bogdandy, Armin von/Bast, Jürgen*, Europäisches Verfassungsrecht, 2. Aufl. 2009
- Bogdandy, Armin von/Bast, Jürgen/Arndt, Felix*, Handlungsformen im Unionsrecht, ZaöRV 2002, 77

- Borio, Claudio*, Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?, BIS Working Paper (BIS WP), NO. 128, 2003 = CESifo Economic Studies (CESifo ES), Vol 49, 2003, 181
- Borio, Claudio/Drehmann, Mathias*, Towards an operational framework for financial stability: “fuzzy” measurement and its consequences, BIS Working Paper (BIS WP), No. 284, 2009
- Bourwieg, Karsten/Hellermann, Johannes/Hermes, Georg* (Hrsg.), EnWG, 4. Aufl. 2023
- Britz, Gabriele*, Behördliche Befugnisse und Handlungsformen für die Netzentgeltregulierung nach neuem EnWG, RdE 2006, 1
- Britz, Gabriele*, Erweiterung des Instrumentariums administrativer Normsetzung zur Realisierung gemeinschaftsrechtlicher Regulierungsaufträge, EuZW 2004, 462
- Bröker, Klaus F./Machunsky, Jürgen*, Die Produkt- und Vertriebskontrolle nach dem Kleinanlegerschutzgesetz, BKR 2016, 229
- Buchwald, Delf*, Kritik der herkömmlichen Dogmatik des Verwaltungsaktes - Ein normtheoretischer Neuansatz zur Abgrenzung von Rechtsnorm und Verwaltungsakt, Rechtstheorie (RechtsT) 28 (1997), 85
- Buck-Heeb, Petra*, Aufsichtsrechtliches Produktverbot und zivilrechtliche Rechtsfolgen - Der Anleger zwischen Mündigkeit und Schutzbedürftigkeit, BKR 2017, 89
- Buck-Heeb, Petra*, Entwicklung und Perspektiven des Anlegerschutzes, JZ 2017, 279
- Buck-Heeb, Petra*, Kapitalmarktrecht, 13. Aufl. 2023

- Buck-Heeb, Petra*, Kreditvergabe nach dem Finanzaufsichtsrechtsergänzungsgesetz, WM 2017, 1329
- Bumke, Christian*, Kapitalmarktregulierung - Eine Untersuchung über Konzeption und Dogmatik des Regulierungsverwaltungsrechts, DV 41 (2008), 227
- Burghof, Hans-Peter/Rudolph, Bernd*, Bankenaufsicht - Theorie und Praxis der Regulierung, 1996
- Burgi, Martin*, Verkehrte Welt: Vorbehalt der Verwaltung im Regulierungsrecht?, NVwZ-Editorial, Heft 23/2018
- Burmeister, Joachim*, Verträge und Absprachen zwischen der Verwaltung und Privaten, VVDStRL 52 (1993), 190
- Burn, Lachlan/Greene, Edward*, What are capital markets and what are they for?, CMLJ 11 (2016), S. 340
- Busch, Danny*, Product Governance und Produktintervention unter MiFID II/MiFIR, WM 2017, 409
- Cahn, Andreas/Müchler, Henny*, Produktintervention nach MiFID II - Eingriffsvoraussetzungen und Auswirkungen auf die Pflicht des Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen, BKR 2013, 45 = ILF WP No. 134 (12/2012)
- Calliess, Christian*, Feinstaub im Rechtsschutz deutscher Verwaltungsgerichte - Europarechtliche Vorgaben für die Klagebefugnis vor deutschen Gerichten und ihre dogmatische Verarbeitung, NVwZ 2006, 1
- Calliess, Christian*, Finanzkrise als Herausforderung der internationalen, europäischen und nationalen Rechtsetzung, VVDStRL 71 (2012), 113

- Calliess, Christian/Ruffert, Matthias* (Hrsg.), EUV/AEUV, 6. Aufl. 2022
- Classen, Claus Dieter*, Europäisierung der Verwaltungsgerichtsbarkeit, 1996
- Craig, Paul*, EU Administrative Law, 3. Aufl. 2018
- Cremer, Wolfram*, Art. 80 Abs. 1 S. 2 GG und Parlamentsvorbehalt - Dogmatische Unstimmigkeiten in der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts, AöR 122 (1997), 248
- Cremer, Wolfram*, Zum Rechtsschutz des Einzelnen gegen abgeleitetes Unionsrecht nach dem Vertrag von Lissabon, DÖV 2010, 58
- Crockett, Andrew*, The Theory and Practice of Financial Stability, De Economist 144 (1996) No. 4, S. 531
- Danwitz, Thomas von*, Europäisches Verwaltungsrecht, 2008
- Danwitz, Thomas von*, Rechtsverordnungen, JURA 2002, 93
- Dauses, Manfred A./Ludwigs, Markus* (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, 59. Aufl. 2023
- Derleder, Peter/Knops, Kai-Oliver/Bamberger, Heinz Georg* (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht Band 2, 3. Aufl. 2017
- Di Fabio, Udo*, Risikoentscheidungen im Rechtsstaat: zum Wandel der Dogmatik im öffentlichen Recht, insbesondere am Beispiel der Arzneimittelüberwachung, 1994
- Diamond, Douglas W./Dybvig, Philip H.*, Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, Journal of Political Economy, 91 (1983) No. 3, S. 401

- Dickschen, Johanna Elisabeth, Empfehlungen und Leitlinien als Handlungsformen der Europäischen Finanzaufsichtsbehörden, 2017*
- Dreier, Horst (Hrsg.), GG Kommentar, Band II Artikel 20-82, 3. Aufl. 2015*
- Dürig, Günter/Herzog, Roman/Scholz, Rupert (Hrsg.), Grundgesetz Kommentar, Band III und V, 103. EL Januar 2024*
- Ehlers, Dirk (Hrsg.), Europäische Grundrechte und Grundfreiheiten, 5. Aufl. 2023*
- Ehlers, Dirk, Anmerkung zu BVerwG, Urteil v. 23. 09. 2010 - 3 C 37.09, JZ 2011, 155*
- Ehlers, Dirk, Die Rechtsnatur der Bekanntgabe von Smog-Alarm, DVBl 1987, 972*
- Ehlers, Dirk/Fehling, Michael/Pünder, Hermann (Hrsg.), Besonderes Verwaltungsrecht Band 1 Öffentliches Wirtschaftsrecht, 4. Aufl. 2019*
- Ehlers, Dirk/Pünder, Hermann (Hrsg.), Allgemeines Verwaltungsrecht, 16. Aufl. 2022*
- Ehlers, Dirk/Schröder, Jan, Der Widerruf von Verwaltungsakten (Teil I), JURA 2010, 503*
- Ehlers, Jan-Heinrich, Das Produktinterventionsrecht der BaFin nach § 4b WpHG, WM 2017, 420*
- Ellenberger, Jürgen/Bunte, Hermann-Josef (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 6. Auflage 2022*
- Emmerich-Fritsche, Angelika, Kritische Thesen zur Legaldefinition des Verwaltungsaktes, NVwZ 2006, 762*

- Erichsen, Hans-Uwe/Buchwald, Andrea*, Die Aufhebung von gemeinschaftsrechtserheblichen Einzelfallentscheidungen durch Organe der EG und deutsche Behörden, JURA 1995, 84
- Eyermann, Erich*, Verwaltungsgerichtsordnung, 16. Aufl. 2022
- Fehling, Michael/Kastner, Berthold* (Hrsg.), Verwaltungsrecht Handkommentar, 2. Aufl. 2010
- Fehling, Michael/Kastner, Berthold/Strömer, Rainer* (Hrsg.), Verwaltungsrecht Handkommentar, 5. Aufl. 2021
- Fehling, Michael/Ruffert, Matthias* (Hrsg.), Regulierungsrecht, 2010
- Fekonja, Benjamin*, BaFin-Verlautbarungen: Möglichkeiten und Grenzen der rechtlichen Bindungswirkung, 2014
- Fischer, Reinfried/Schulte-Mattler, Hermann*, Kommentar zu KWG, CRR-VO, 6. Aufl. 2023
- Forsthoff, Ernst*, Lehrbuch des Verwaltungsrechts, Band I Allgemeiner Teil, 10. Aufl. 1973
- Frank, Alexander*, Die Rechtswirkungen der Leitlinien und Empfehlungen der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, 2012
- Frenz, Walter*, Handbuch Europarecht, Band 5 - Wirkungen und Rechtsschutz, 2010
- Frenz, Walter/Distelrath, Anna-Maria*, Klagegegenstand und Klagebefugnis von Individualnichtigkeitsklagen nach Art. 263 IV AEUV, NVwZ 2010, 162
- Fuchs, Andreas* (Hrsg.), WpHG Kommentar, 2. Aufl. 2016

- Fuchs, Andreas/Zimmermann, Martin* (Hrsg.), WpHG Kommentar, 3. Aufl. 2024
- Fuss, Ernst-Werner*, Rechtssatz und Einzelakt im Europäischen Gemeinschaftsrecht, NJW 1964, 945
- Gärditz, Klaus Ferdinand*, Die Verwaltungsdimension des Lissabon-Vertrags, DÖV 2010, 453
- Geiger, Rudolf/Khan, Daniel-Erasmus/Kotzur, Markus* (Hrsg.), EUV/AEUV, 7. Aufl. 2023
- Gerding, Martin*, Die Ungleichbehandlung der betroffenen Anleger als Folge einer Produktintervention nach Art. 42 MiFIR, BKR 2017, 441
- Glaser, Andreas*, Die Entwicklung des Europäischen Verwaltungsrechts aus der Perspektive der Handlungsformenlehre, 2013
- Gläßner, Anne*, Die Beschränkung des Vertriebs von Finanzprodukten, 2017
- Goeters, Hanna*, Das institutionelle Gleichgewicht - seine Funktion und Ausgestaltung im Europäischen Gemeinschaftsrecht, 2008
- Görisch, Christoph*, Demokratische Verwaltung durch Unionsagenturen - Ein Beitrag zur Konkretisierung der europäischen Verfassungsstrukturprinzipien, 2009
- Görisch, Christoph*, Die Agenturen der Europäischen Union, JURA 2012, 42
- Grabitz, Eberhard/Hilf, Meinhard/Nettesheim, Martin* (Hrsg.), Das Recht der Europäischen Union, 80. EL Aug. 2023
- Greiner, Jakob*, Die Reform der Komitologie durch den Vertrag von Lissabon - Delegierte Rechtsetzung und Durchführungsrechtsetzung nach Art. 290 und Art. 291 AEUV, 2018

- Griebeler, Christina/Patz, Anika*, Makroprudenzielle Regulierung am falschen Ende - Zum Regierungsentwurf des Finanzaufsichtsergänzungsgesetzes, BKR 2017, 144
- Groeben, Hans von der/Schwarze, Jürgen/Hatje, Armin* (Hrsg.), Europäisches Unionsrecht, Band 4, 7. Aufl. 2015
- Gröpl, Christoph*, Ökonomisierung von Verwaltung und Verwaltungsrecht, VerwArch 93 (2002), S. 459
- Groß, Thomas*, Unabhängige EU-Agenturen - eine Gefahr für die Demokratie?, JZ 2012, 1087
- Gundel, Jörg*, Die Auswirkungen des Vertragsverletzungsurteils des EuGH zur Unabhängigkeit der Energieregulierung, EnWZ 2021, 339
- Gurlit, Elke*, Auswahl und Einsatz von Handlungsformen am Beispiel der Finanzmarktaufsicht, in: Kahl, Wolfgang/Mager, Ute (Hrsg.), Verwaltungshandeln, 2022, S. 131
- Gurlit, Elke*, Die Entwicklung des Banken- und Kapitalmarktaufsichtsrechts in den Jahren 2015/16, WM 2016, 2053
- Gurlit, Elke*, Die Entwicklung des Banken- und Kapitalmarktaufsichtsrechts seit 2017 - Teil I -, WM 2020, 57
- Gurlit, Elke*, Die Entwicklung des Banken- und Kapitalmarktaufsichtsrechts seit 2017 - Teil II -, WM 2020, 105
- Gurlit, Elke*, Handlungsformen der Finanzmarktaufsicht, ZHR 177 (2013), 862
- Gurlit, Elke*, in: Grünberg, Christian/Habersack, Mathias/Mülbert, Peter O./Wittig, Arne (Hrsg.), Bankrechtstag 2015, S. 3 ff

- Gurlit, Elke*, Instrumente makroprudenzieller Bankenaufsicht - unter besonderer Berücksichtigung zusätzlicher Kapitalanforderungen - Teil 1, WM 2015, 1217
- Gurlit, Elke*, Instrumente makroprudenzieller Bankenaufsicht - unter besonderer Berücksichtigung zusätzlicher Kapitalanforderungen - Teil 2, WM 2015, 1257
- Gurlit, Elke*, The ECB's relationship to the EBA, EuZW-Beilage 2014, 14
- Gurlit, Elke*, Unabhängigkeit der Finanzmarktaufsicht, ZBB 2023, 69
- Gurlit, Elke/Schnabel, Isabel*, The New Actors of Macroprudential Supervision in Germany and Europe - A Critical Evaluation, ZBB 2015, 349
- Hahn, Paula*, Anmerkung zu BGH, Beschl. v. 08.10.2019 - EnVR 58/18 - Zur unionsrechtlichen Zulässigkeit von normativen Vorgaben für die Energie-Regulierungsbehörde und den Folgen im Falle der Unionsrechtswidrigkeit, EnWZ 2020, 65
- Halfpap, Patrick*, Kapitalmarktaufsicht in Europa und den USA - Ein institutioneller Vergleich, 2007
- Halfpap, Patrick*, Normsetzungsbefugnisse von Kapitalmarktaufsichtsbehörden, BKR 2009, 65
- Haratsch, Andreas*, Zur Dogmatik von Rücknahme und Widerruf von Rechtsakten der Europäischen Gemeinschaft, EuR 1998, 387
- Härtel, Ines*, Demokratie im europäischen Verfassungsverbund, JZ 2007, 431
- Härtel, Ines*, Handbuch Europäische Rechtsetzung, 2006
- Hecker, Jan*, Marktoptimierende Wirtschaftsaufsicht, 2007

- Herold, Maximilian*, Kollektiver Rechtsschutz gegen Allgemeinverfügungen - Zur Teilbarkeit von Allgemeinverfügungen sowie der Reichweite von Gestaltungsurteil und Suspensiveffekt, DVBl 2021, 1604
- Heun, Werner*, Finanzaufsicht im Wandel, JZ 2012, 235
- Heyle, Fabian*, Die individuell-abstrakte Regelung des allgemeinen Verwaltungsrechts, NVwZ 2008, 390
- Hilbers, Reinhold*, Klimaschutz ja - aber nicht auf Kosten der Finanzstabilität, Börsenzeitung, 03.08.2018
- Hirte, Heribert/Möllers, Thomas M. J. (Hrsg.)*, Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Aufl. 2014
- Hitzer, Martin/Hauser, Patrick*, ESMA - Ein Statusbericht, BKR 2015, 52
- Hoffmann-Riem, Wolfgang (Hrsg.)*, Offene Rechtswissenschaft, 2010
- Hopt, Klaus J.*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975
- Huber, Peter M./Voßkuhle, Andreas (Hrsg.)*, GG, Bd. 2 Art. 20-82, 8. Aufl. 2024
- Hufen, Friedhelm*, Verwaltungsprozessrecht, 13. Aufl. 2024
- Ilgner, Theresa*, Die Durchführung der Rechtsakte des europäischen Gesetzgebers durch die Europäische Kommission - Art. 290 und Art. 291 AEUV und deren Auswirkungen auf die Komitologie, 2014
- Ipsen, Jörn*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 11. Aufl. 2019
- Isensee, Josef/Kirchhof, Paul (Hrsg.)*, Handbuch des Staatsrechts, Band II - Verfassungsstaat, 3. Aufl. 2004

- Isensee, Josef/Kirchhof, Paul* (Hrsg.), Handbuch des Staatsrechts, Band V - Rechtsquellen, Organisation, Finanzen, 3. Aufl. 2007
- Jaag, Tobias*, Die Abgrenzung zwischen Rechtssatz und Einzelakt, 1985
- Jarass, Hans D.*, Charta der Grundrechte der Europäischen Union - Kommentar, 4. Aufl. 2021
- Jarass, Hans D./Piero,th, Bodo* (Hrsg.), GG Kommentar, 18. Aufl. 2024
- Jhering, Rudolf von*, Geist des römischen Rechts auf den verschiedenen Stufen seiner Entwicklung, Teil 2, Band 2, 1858
- Junker, Johannes*, Gewährleistungsaufsicht über Wertpapierdienstleistungsunternehmen, 2003
- Just, Clemens/Voß, Thorsten/Ritz, Corinna/Becker, Ralf*, WpHG Kommentar, 2015
- Kahl, Wolfgang*, Der Verwaltungsakt - Bedeutung und Begriff, JURA 2001, 505
- Kahl, Wolfgang*, Lücken und Ineffektivitäten im Europäischen Verfahrensverbund am Beispiel des Rechts auf Anhörung, DVBl 2012, 602
- Kahl, Wolfgang/Ludwigs, Markus* (Hrsg.), Handbuch des Verwaltungsrechts, Band V - Maßstäbe und Handlungsformen im deutschen Verwaltungsrecht, 2023
- Kämmerer, Jörn Axel*, Bahn frei der Bankenunion? - Die neuen Aufsichtsbefugnisse der EZB im Lichte der EU-Kompetenzordnung, NVwZ 2013, 830

- Kämmerer, Jörn Axel*, Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem (ESFS) - Modell für eine europäisierte Verwaltungsarchitektur?, NVwZ 2011, 1281
- Kämmerer, Jörn Axel*, Rechtsschutz in der Bankenunion (SSM, SRM), WM 2016, 1
- Kaufhold, Ann-Katrin*, Die Europäische Bankenunion - vollendet unvollendet?, ZG 2017, 18
- Kaufhold, Ann-Katrin*, Finanzaufsicht als Aufsicht über Beziehungen, ZVglRWiss 116 (2017), 151-161
- Kaufhold, Ann-Katrin*, Instrumente und gerichtliche Kontrolle der Finanzaufsicht, DV 49 (2016), 339
- Kaufhold, Ann-Katrin*, Systemaufsicht - Anforderungen an die Ausgestaltung einer Aufsicht zur Abwehr systemischer Risiken entwickelt am Beispiel der Finanzaufsicht, 2016
- Kaufhold, Ann-Katrin*, Systemaufsicht, DV 46 (2013), 21
- Kaufman, George G./Scott, Kenneth E.*, What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It?, The Independent Review 7 (2003) No. 3, S. 371
- Kirchhof, Ferdinand*, Private Rechtsetzung, 1987
- Klafki, Anika*, Risiko und Recht - Risiken und Katastrophen im Spannungsfeld von Effektivität, demokratischer Legitimation und rechtsstaatlichen Grundsätzen am Beispiel von Pandemien, 2017
- Klingenbrunn, Daniel*, Produktintervention zugunsten des Anlegerschutzes - Zur Systematik innerhalb des Aufsichtsrechts, dem Anlegerleitbild und zivilrechtlichen Konsequenzen -, WM 2015, 316

- Klingenbrunn, Daniel*, Produktverbote zur Gewährleistung von Finanzmarktstabilität - Legitimation und Dogmatik unter Annahme adaptiver, evolutionärer Finanzmärkte, 2018
- Knütter, Rolf/Mohr, Benjamin*, Zentralbank-Kommunikation und Finanzstabilität - Eine Bestandsaufnahme, Diskussionsbeiträge der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der FernUniversität Hagen, Diskussionsbeitrag Nr. 432, Dezember 2008
- Kohtamäki, Natalia*, Die ESMA darf Leerverkäufe regeln - Anmerkung zum Urteil des EuGHs vom 22. Januar 2014, EuR 2014, 321
- Kohtamäki, Natalia*, Die Reform der Bankenaufsicht in der EU, 2012
- Kollmeyer, Daniel*, Delegierte Rechtsetzung in der EU - Eine Analyse der Art. 290 und 291 AEUV, 2015
- Kopp, Ferdinand O./Ramsauer, Ulrich* (Hrsg.), VwVfG, 24. Aufl. 2023
- Krämer, Gregor*, Ziele, Adressaten und Risiken der Bankenaufsicht, 2000
- Kresser, Daniel*, Die Bedeutung der Form für Begriff und Rechtsfolgen des Verwaltungsaktes, 2007
- Kümpel, Siegfried/Mülbert, Peter O./Früh, Andreas/Seyfried, Thorsten* (Hrsg.), Bankrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2022
- Lackhoff, Klaus*, Single Supervisory Mechanism - European Banking Supervision by the SSM - A Practitioner's Guide, 2017
- Lange, Dirk-Fabian*, Die Regulierung von Aktienleerverkäufen in der Europäischen Union und in den USA unter Berücksichtigung der ökonomischen Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Ak-

- tiemärkte sowie unter Einbeziehung rechtshistorischer Aspekte, 2017
- Lange, Felix*, Exekutive Rechtssetzung in der Europäischen Union, JuS 2019, 759
- Laubinger, Hans-Werner*, Das „Endiviensalat-Urteil“ — eine Fehlentscheidung? Zum Begriff der Allgemeinverfügung im Sinne von § 35 Satz 2 VwVfG, in: Arndt, Hans-Wolfgang (Hrsg.), Völkerrecht und deutsches Recht - Festschrift für Walter Rudolf zum 70. Geburtstag, 2001
- Lehmann, Matthias/Manger-Nestler, Cornelia*, Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem, ZBB 2011, 2
- Lehmann, Matthias/Manger-Nestler, Cornelia*, Einheitlicher Europäischer Aufsichtsmechanismus: Bankenaufsicht durch die EZB, ZBB 2014, 2
- Leible, Stefan/Terhechte, Jörg Philipp* (Hrsg.), Enzyklopädie Europarecht, Band 3 Europäisches Rechtsschutz- und Verfahrensrecht, 2. Aufl. 2021
- Lemmer, Volker*, Integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht, Eine verwaltungsrechtliche Strukturanalyse der Aufsicht über Banken und Versicherungen, 2013
- Lenz, Carl Otto/Borchardt, Klaus-Dieter* (Hrsg.), EU-Verträge Kommentar - EUV, AEUV, GRCh, 6. Aufl. 2012
- Lübbe, Anna*, Anwendungsverbote bei Grundwasserbelastungen durch Pflanzenschutzmittel - Zugleich ein Beitrag zur Abgrenzung der Handlungsformen Rechtsverordnung und Allgemeinverfügung -, BayVBl 1995, 97

- Ludwigs, Markus, Zeitenwende der nationalen Energieregulierung?*
- Das normierende Steuerungskonzept auf dem Prüfstand des EuGHs, *EnWZ* 2019, 160
- Luz, Günther/Neus, Werner/Schaber, Mathias/Schneider, Peter/Wagner, Claus-Peter/Weber, Max (Hrsg.), KWG und CRR Kommentar Band 1a und b, 4. Aufl. 2023*
- Luz, Günther/Neus, Werner/Schaber, Mathias/Schneider, Peter/Wagner, Claus-Peter/Weber, Max (Hrsg.), KWG und CRR Kommentar Band 2, 4. Aufl. 2022*
- Mager, Ute, Die staatengerichtete Entscheidung als supranationale Handlungsform, EuR 2001, 661*
- Manger-Nestler, Cornelia, EU-Agenturen als Ausdruck des europäischen Demokratiemangels?, ZEuS 2015, 315*
- Manger-Nestler, Cornelia, Lehren aus dem Leerverkauf? Zum Verbot von Leerverkäufen durch ESMA - Anmerkung zu EuGH, Rs. C-270/12 - Vereinigtes Königreich ./.. Rat und Parlament, 22.1.2014, GPR 2014, 141*
- Manger-Nestler, Cornelia, Rechtsschutz in der europäischen Bankenunion, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 2012, 528*
- Martini, Mario, Normsetzungsdelegation zwischen parlamentarischer Steuerung und legislativer Effizienz - auf dem Weg zu einer dritten Form der Gesetzgebung?, AÖR 133 (2008) 155*
- Maume, Philipp, Staatliche Rechtsdurchsetzung im deutschen Kapitalmarktrecht: eine kritische Bestandsaufnahme, ZHR 180 (2016) 358*
- Maurer, Hartmut, Rechtsschutz gegen Verkehrszeichen, in: *Baumeister, Peter/Roth, Wolfgang/Ruthig, Josef (Hrsg.), Staat, Ver-**

- waltung und Rechtsschutz - Festschrift für Wolf-Rüdiger Schenke zum 70. Geburtstag, 2011
- Maurer, Hartmut/Waldhoff, Christian*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 21. Aufl. 2024
- Meinzenbach, Jörg/ Klein, Rebecca/ Uwer, Dirk*, Eine kritische Würdigung der Schlussanträge des Generalanwalts in der Rs. C-718/18 und zugleich ein Ausblick auf mögliche Rechtswirkungen eines stattgebenden EuGH-Urteils auf das deutsche Regulierungssystem, N&R 2021, 1
- Menger, Christian-Friedrich* (Hrsg.), Fortschritte des Verwaltungsrechts - Festschrift für Hans J. Wolff zum 75. Geburtstag, 1973
- Michel, Katja*, Institutionelles Gleichgewicht und EU-Agenturen - Eine Analyse unter besonderer Berücksichtigung der European Banking Authority, 2015
- Möllers, Christoph*, Gewaltengliederung - Legitimation und Dogmatik im nationalen und internationale Rechtsvergleich, 2005
- Möllers, Christoph/Achenbach, Jelena von*, Die Mitwirkung des Europäischen Parlaments an der abgeleiteten Rechtsetzung der Europäischen Kommission nach dem Lissabonner Vertrag, EuR 2011, 39
- Möllers, Thomas M. J.*, Europäische Methoden- und Gesetzgebungslehre im Kapitalmarktrecht - Vollharmonisierung, Generalklauseln und *soft law* im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens als Mittel zur Etablierung von Standards, ZEuP 2008, 480
- Moloney, Niamh/Ferran, Eilis/Payne, Jennifer* (Hrsg.), The Oxford Handbook of Financial Regulation, 2015
- Möstl, Markus*, Rechtsetzung der europäischen und nationalen Verwaltung, DVBl 2011, 1076

- Muckel, Stefan*, Effektiver Rechtsschutz gegen Verkehrszeichen, JA 2011, 477
- Mülbert, Peter O.*, Anlegerschutz und Finanzmarktregulierung - Grundlagen -, ZHR 177 (2013) 160
- Mülbert, Peter O./Sajnovits, Alexander*, Das künftige Regime für Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps nach der Verordnung (EU) Nr. 236/2012, ZBB 2012, 266
- Mülbert, Peter O./Sajnovits, Alexander*, Short-Seller-Attacken 2.0: der Fall Wirecard, BKR 2019, 313
- Mülbert, Peter O./Sajnovits, Alexander*, Vertrauen und Finanzmarktrecht, ZfPW 2016, 1
- Müller-Graff, Peter-Christian*, Rechtsschutz von Kreditinstituten in der Bankenaufsicht der Europäischen Zentralbank, EuZW 2018, 101
- Obermayer, Klaus*, Das Dilemma der Regelung eines Einzelfalls nach dem Verwaltungsverfahrensgesetz, NJW 1980, 2386
- Oberrender, Peter* (Hrsg.), Reform der Finanzmarktregulierung, 2011
- Ohler, Christoph*, Anmerkung zu EuGH, Urt. v. 6.12.2005, Rs. C-66/04, JZ 2006, 359
- Ohler, Christoph*, Anmerkung zum Urteil des EuGHs vom 22.1.2014 (C-270/12) - Zur Übertragung von Rechtsetzungsbefugnissen auf die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, JZ 2014, 249
- Ohler, Christoph*, Bankenaufsicht und Geldpolitik in der Währungsunion, 2015

- Ohler, Christoph*, Finanzkrise als Herausforderung der internationalen, europäischen und nationalen Rechtsetzung, DVBl 2011, 1061
- Oppermann, Thomas/Classen, Claus Dieter/Nettesheim, Martin*, Europarecht, 9. Aufl. 2021
- Orator, Andreas*, Die unionsrechtliche Zulässigkeit von Eingriffsbefugnissen der ESMA im Bereich von Leerverkäufen, EuZW 2013, 852
- Orator, Andreas*, Möglichkeiten und Grenzen der Einrichtung von Unionsagenturen, 2017
- Orlowski, Matthias*, Der Erlass von Rechtsverordnungen nach amerikanischem Recht, DÖV 2005, 133
- Ossenbühl, Fritz*, Die Handlungsformen der Verwaltung, JuS 1979, 681
- Padoa-Schioppa, Tommaso*, Regulating Finance: Balancing Freedom and Risk, 2004
- Paraschiakos, Christos*, Bankenaufsicht zwischen Risikoverwaltung und Marktbegleitung, 2017
- Parmentier, Miriam*, Die Entwicklung des europäischen Kapitalmarktrechts 2014-2015, EuZW 2016, 45
- Pechstein, Matthias*, EU Prozessrecht, 4. Aufl. 2011
- Pechstein, Matthias/Nowak, Carsten/Häde, Ulrich* (Hrsg.), Frankfurter Kommentar EUV GRC AEUV, Bd. IV, 2. Aufl. 2023
- Pernice, Ingolf*, Europäisches und nationales Verfassungsrecht, VVDStRL 60 (2001), 148
- Pestalozza, Christian*, Formenmißbrauch des Staates, 1973

- Peuker, Enrico*, Die Anwendung nationaler Rechtsvorschriften durch Unionsorgane - ein Konstruktionsfehler der europäischen Bankenaufsicht, JZ 2014, 764
- Pfisterer, Pascal*, Die neuen Regelungen der MiFID II zum Anleger-schutz - Analyse und Vergleich zur bestehenden Rechtslage, 2016
- Pielow, Johann-Christian*, Wie unabhängig ist die Netzregulierung im Strom- und Gassektor?, DÖV 2005, 1017
- Posser, Herbert/Wolff, Heinrich Amadeus/Decker, Andreas* (Hrsg.), Beck' scher Online-Kommentar VwGO, 68. Edition Stand: 01.01.2024
- Pünder, Hermann*, Exekutive Normsetzung in den Vereinigten Staaten von Amerika und der Bundesrepublik Deutschland, 1995
- Pünder, Hermann*, Rechtsverordnungen nach amerikanischem Vorbild? - Zur demokratischen Legitimierung exekutiver Nor-men, ZG 1998, 242
- Rabe, Dominik*, Der „Verwaltungsakt“ nach deutschem und spani-schem Recht, 2012
- Ramsauer, Ulrich*, Abgrenzung von Allgemeinverfügung und Rechtsverordnung, Juridica Internationale 2014, 69
- Rehm, Hannes*, Reform der nationalen und internationalen Finanz-architektur, 44. Kredit und Kapital (KuK) (2011), 317
- Reimer, Philipp*, Zur Theorie der Handlungsformen des Staates, 2008
- Rennert, Klaus*, Funktionswandel der Verwaltungsgerichtsbarkeit, DVBl 2015, 793
- Rieckhoff, Henning*, Der Vorbehalt des Gesetzes in Europa, 2007

- Ruffert, Matthias* (Hrsg.), Enzyklopädie Europarecht, Band 5, Europäisches Sektorales Wirtschaftsrecht, 2. Aufl. 2020
- Ruffert, Matthias*, Europarecht: Rechtsgrundlagen und Rechtsetzungsbefugnisse von Agenturen - Verbot von Leerverkäufen durch die Europäische Wertpapieraufsichtsagentur ESMA ist unionsrechtskonform, JuS 2014, 279
- Ruppel, Nadine*, Finanzdienstleistungsaufsicht in der Europäischen Union, Institutionell auf dem richtigen Weg?, 2015
- Ruthig, Josef/Storr, Stefan*, Öffentliches Wirtschaftsrecht, 5. Aufl. 2020
- Sacarcelik, Osman*, Europäische Bankenunion: Rechtliche Rahmenbedingungen und Herausforderungen der einheitlichen europäischen Bankenaufsicht, BKR 2013, 353
- Sachs, Michael*, GG Kommentar, 9. Aufl. 2021
- Säcker, Franz Jürgen/Rixecker, Roland/Oetker, Hartmut/Limberg, Bettina* (Hrsg.), Münchener Kommentar zum BGB, Band 8 Sachenrecht, 9. Aufl. 2023
- Sasse, Thorsten*, Das Wiederaufgreifen des Verfahrens gemäß § 51 VwVfG, JURA 2009, 493
- Sauer, Johannes*, Die Errichtung von Europäischen Agenturen auf Grundlage der Binnenharmonisierungskompetenz des Art. 114 AEUV - Zum Urteil des EuGHs über die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA vom 22. Januar 2014 (Rs. C-270/12)), DÖV 2014, 549
- Saurer, Johannes*, Die Funktionen der Rechtsverordnung - Der gesetzgeberische Zuschnitt des Aufgaben- und Leistungsprofils exekutiver Rechtsetzung als Problem des Verfassungsrechts, ausgehend vom Referenzgebiet des Umweltrechts, 2005

- Saurer, Johannes*, Rechtsverordnungen zur Umsetzung europäischen Richtlinienrechts, JZ 2007, 1073
- Schädle, Anne*, Exekutive Normsetzung in der Finanzmarktaufsicht - Ein Rechtsvergleich der deutschen und britischen Regelungen, 2007
- Schemmel, Jakob*, Europäische Finanzmarktverwaltung - Dogmatik und Legitimation der Handlungsinstrumente von EBA, EIOPA und ESMA, 2018
- Schenke, Ralf P.*, Die Lehre von der Doppelnatur des Verwaltungshandelns, VerwArch 104 (2013), 486
- Schenke, Wolf-Rüdiger*, Der Umfang der gerichtlichen Aufhebung einer angefochtenen rechtswidrigen Allgemeinverfügung, NVwZ 2022, 273
- Schenke, Wolf-Rüdiger*, Formeller oder materieller Verwaltungsaktsbegriff?, NVwZ 1990, 1009
- Schenke, Wolf-Rüdiger*, Verwaltungsprozessrecht, 18. Aufl. 2023
- Scherzberg, Arno*, Risiko als Rechtsproblem - Ein neues Paradigma für das technische Sicherheitsrecht, VerwArch 84 (1993), S. 484 ff.
- Scherzberg, Arno/Dogan, Ilyas/Can, Osman* (Hrsg.), Staatliche Finanzmarktregulierung und Eigentumsschutz, 2010
- Schinasi, Garry J.*, Defining Financial Stability, International Monetary Fund Working Paper October 2004, IMF WP/04/187
- Schlimbach, Friedrich*, Leerverkäufe - Die Regulierung des gedeckten und ungedeckten Leerverkaufs in der Europäischen Union, 2015

- Schmidt, Reiner/Wollenschläger, Ferdinand (Hrsg.)*, Kompendium Öffentliches Wirtschaftsrecht, 5. Aufl. 2019
- Schmidt-Aßmann, Eberhardt*, Das allgemeine Verwaltungsrecht als Ordnungsidee, 2. Aufl. 2006
- Schmidt-Aßmann, Eberhardt*, Die Lehre von den Rechtsformen des Verwaltungshandelns, DVBl 1989, 533
- Schmidt-Aßmann, Eberhardt*, Verwaltungslegitimation als Rechtsbegriff, AöR 116 (1991), 329
- Schnabel, Isabel*, Höchste Zeit für die Aktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers, Börsen-Zeitung, 06.04.2019
- Schoch, Friedrich*, Allgemeinverfügung (§ 35 Satz 2 VwVfG), JURA 2012, 26
- Schoch, Friedrich*, Die „Gefahr“ im Polizei- und Ordnungsrecht, JURA 2003, 472
- Schoch, Friedrich*, Die Europäisierung des Allgemeinen Verwaltungsrechts, JZ 1995, 109
- Schoch, Friedrich/Schneider, Jens-Peter (Hrsg.)*, Verwaltungsrecht, Band VwGO, Stand: 44. EL März 2023
- Schulze, Reiner/Janssen, André/Kadelbach, Stefan (Hrsg.)*, Europarecht Handbuch für die deutsche Rechtspraxis, 4. Aufl. 2020
- Schuppert, Gunnar Folke/Pernice, Ingolf/Halter, Ulrich (Hrsg.)*, Europawissenschaft, 2005
- Schuster, Gunnar*, The banking supervisory competences and powers of the ECB, EuZW-Beilage 2014, 3
- Schwarcz, Steven L.*, Systemic Risk, The Georgetown Law Journal, 97 (2008), S. 193

- Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel* (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020
- Schwarze, Jürgen/Becker, Ulrich/Hatje, Armin/Schoo, Johann* (Hrsg.), EU-Kommentar, 4. Aufl. 2019
- Schwarze, Jürgen*, Europäisches Verwaltungsrecht, 2. Aufl. 2005
- Schwennicke, Andreas/Auerbach, Dirk*, Kreditwesengesetz (KWG) mit Zahlungsdienstenaufsichtsgesetz (ZAG), 4. Auflage 2021
- Seitz, Jascha*, Die Beschränkung von Contracts for Difference (CFDs) nach § 4b Abs. 1 WpHG, WM 2017, 1883
- Siegel, Thorsten*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 14. Aufl. 2022
- Siekmann, Helmut*, Die Europäisierung der Finanzmarktaufsicht, Institute for Monetary and Financial Stability Working Paper Series (IMFS WP) No. 47 (2011)
- Skowron, Magdalena*, Kapitalmarktrecht: Rechtmäßigkeit der Eingriffsbefugnisse der ESMA nach Art. 28 Leerverkaufsverordnung, EuZW 2014, 349
- Spannowsky, Willy* (Hrsg.), Erscheinungsbilder eines sich wandelnden Verwaltungsrechts: Günter Püttner zum 70. Geburtstag, 2006
- Stelkens, Paul/Bonk, Heinz Joachim/Sachs, Michael* (Hrsg.), VwVfG, 10. Aufl. 2023
- Stelkens, Ulrich*, Das Verkehrsschild, die öffentliche Bekanntgabe, das BVerfG und der VGH Mannheim, NJW 2010, 1184
- Stelkens, Ulrich*, Die „Europäische Entscheidung“ als Handlungsform des direkten Unionsrechtsvollzugs nach dem Vertrag über eine Verfassung für Europa, ZEUS 2005, 61

- Stelkens*, Ulrich, Rechtsetzungen der europäischen und nationalen Verwaltungen, VVDStRL 71 (2012), 369
- Stepanke*, Bettina, Reichweite verwaltungsgerichtlicher Entscheidungen gegen Allgemeinverfügungen, NVwZ 2021, 778
- Streinz*, Rudolf (Hrsg.), EUV/AEUV, 3. Aufl. 2018
- Tente*, Natalia/Stein, Ingrid/Silbermann, Leonid/Deckers, Thomas, Der antizyklische Kapitalpuffer in Deutschland, 2015
- Terhechte*, Jörg Philipp (Hrsg.), Verwaltungsrecht der Europäischen Union, 2. Aufl. 2021
- Thiele*, Alexander, Finanzaufsicht, 2014
- Trips*, Marco, Das Verfahren der exekutiven Rechtsetzung - Möglichkeiten und Erfordernisse der Aufnahme eines allgemeinen Verfahrens für Verordnungen, Satzungen und Verwaltungsvorschriften in das Verwaltungsverfahrensgesetz, 2006
- Uhle*, Arnd, Parlament und Rechtsverordnung, 1999
- Vedder*, Christoph/*Heintschel von Heinegg*, Wolff (Hrsg.), Europäisches Unionsrecht, 2. Auflage 2018
- Veil*, Rüdiger, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2014
- Veil*, Rüdiger, Europäisches Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2022
- Vogel*, Klaus, Die Lehre vom Verwaltungsakt nach Erlass des Verwaltungsverfahrensgesetzes, BayVBl 1977, 616
- Vogt*, Matthias, „Bestandskraft“ von EG-Rechtsakten und Anwendungsbereich des Art. 241 EGV, EuR 2004, 618
- Volkmar*, Dieter, Allgemeiner Rechtssatz und Einzelakt, 1962
- Voßkuhle*, Andreas, Grundwissen - Öffentliches Recht: Der Gefahrenbegriff im Polizei- und Ordnungsrecht, JuS 2007, 908

- Voßkuhle, Andreas/Eifert, Martin/Möllers, Christoph* (Hrsg.),
Grundlagen des Verwaltungsrechts, Band I, 3. Aufl. 2022
- Voßkuhle, Andreas/Eifert, Martin/Möllers, Christoph* (Hrsg.),
Grundlagen des Verwaltungsrechts, Band II, 3. Aufl. 2022
- Walla, Fabian*, Die Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Deutschland, 2012
- Walla, Fabian*, Kapitalmarktrechtliche Normsetzung durch Allgemeinverfügung?, DÖV 2010, 853
- Wallerath, Maximilian*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 5. Aufl. 2000
- Wandschneider, Steffen*, Die Allgemeinverfügung in Rechtsdogmatik und Rechtspraxis - Entwicklung eines atypischen Rechtsinstituts im Spannungsfeld zwischen Norm und Einzelakt, 2009
- Weick-Ludewig, Verena/Sajnovits, Alexander*, Der Leerverkaufsbegriff nach der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 (EU-LVVO) - Unter besonderer Berücksichtigung der Möglichkeit einer gespaltenen Auslegung von europäischem Ordnungsrecht und nationalem Ordnungswidrigkeitenrecht -, WM 2014, 1521
- Weiß, Wolfgang*, Dezentrale Agenturen in der EU-Rechtsetzung, EuR 2016, 631
- Wentz, Jasper*, Shortseller-Attacken - ökonomische und juristische Bewertung eines ambivalenten Geschäftsmodells, WM 2019, 196
- Werner, Fritz*, „Verwaltungsrecht als konkretisiertes Verfassungsrecht“, DVBl 1959, 527
- Wilhelmi, Rüdiger*, Anlegerschutz im Kapitalmarkt ohne Banken, ZVglRWiss 116 (2017) 298

- Witte, Andreas*, When does national law transpose a directive?, in: ESCB Legal Conference 2016, S. 247 ff.
- Wolfers, Benedikt/Voland, Thomas*, Europäische Zentralbank und Bankenaufsicht - Rechtsgrundlage und demokratische Kontrolle des Single Supervisory Mechanism, BKR 2014, 177
- Wolff, Hans J./Bachof, Otto/Stober, Rolf/Kluth, Winfried*, Verwaltungsrecht I, 13. Aufl. 2017
- Wörner, Thorsten*, Rechtlich weiche Verhaltenssteuerungsformen Europäischer Agenturen als Bewährungsprobe der Rechtsunion - Wirkungen und Grenzen abstrakt-genereller unverbindlicher Rechtsetzung durch Regulierungsagenturen am Beispiel von Leitlinien und Empfehlungen der Europäischen Finanzaufsichtsagenturen, 2017
- Wymeersch, Eddy*, Das neue europäische Finanzmarktregulierungs- und Aufsichtssystem, ZGR 2011, 443
- Wymeersch, Eddy*, The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single Financial Supervision, Twin Peaks and Multiple Financial Supervision, EBOR 8 (2007), S. 237
- Ziekow, Jan*, Europa und der deutsche Verwaltungsprozess - Schlaglichter auf eine unendliche Geschichte, NVwZ 2010, 793
- Zimmer, Daniel/Beisken, Thomas A.*, Die Regulierung von Leerverkäufen de lege lata und de lege ferenda, WM 2010, 485
- Zirkler, Bernd/Hofmann, Jonathan/Schmolz, Sandra*, Basel III in der Unternehmenspraxis, 2015

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere(r) Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
Absch.	Abschnitt
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AFS	Ausschuss für Systemstabilität
AG	Aktiengesellschaft
Allg./allg.	Allgemeines/allgemein
Alt.	Alternative
Anh.	Anhang
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts
APA	Administrative Procedure Act
Art.	Artikel
AT1	Additional Tier 1
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BankenaufsichtsR	Bankenaufsichtsrecht

BankR	Bankrecht
BayVBl	Bayerische Verwaltungsblätter
Bd.	Band
BdB	Bundesverband Deutscher Banken
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
Bes./bes.	Besonderes/besonderes
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIS WP	BIS Working Paper
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft
bspw.	beispielsweise
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BuBa	Bundesbank
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht

BVerwGE	Entscheidungen des Bundesverwaltungsgerichts
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CESifo ES	CESifo Economic Studies
CET1	Core Equity Tier 1
CFD	Contract(s) for Difference
CMLJ	Capital Markets Law Journal
CRD	Capital Requirements Directive
CRR	Capital Requirements Regulation
d.h.	das heißt
DelVO	Delegierte Verordnung
ders.	derselbe
dies.	dieselbe(n)
DÖV	Die öffentliche Verwaltung
dt.	deutsch
Dtld.	Deutschland
DV	Die Verwaltung (Zeitschrift)
DVBl	Deutsches Verwaltungsblatt
EAGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Atomgemeinschaft
EBA	European Banking Authority

EBOR	European Business Organization Law Review
ECB	European Central Bank
EG	Europäische Gemeinschaft
EG ()	Erwägungsgrund ()
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
Einf.	Einführung
Einl.	Einleitung
EIOPA	European Insurance and Occupational Pension Authority
EL	Ergänzungslieferung
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention
EnWG	Energiewirtschaftsgesetz
EnWZ	Zeitschrift für das gesamte Recht der Energiewirtschaft
EnzEuR	Enzyklopädie Europarecht
ESA(s)	European Supervisory Authority/ies
ESCB	European System of Central Banks
ESFS	European System of Financial Supervision
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken

etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
EU-LVVO	Europäische Leerverkaufsverordnung
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
Europ./europ.	Europäisch/europäisch
EuropaR	Europarecht
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EZB	Europäische Zentralbank
f / ff	folgende Seite / folgende Seiten
FCA	Financial Conduct Authority
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
FinStabG	Finanzstabilitätsgesetz
Fn.	Fußnote(n)
FS	Festschrift
FSA	Financial Supervision Authority
FSMA	Financial Service and Markets Act
gem.	gemäß

GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber
GPR	Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union
GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
Grdlg.	Grundlagen
grds.	grundsätzlich
GZ	Geschäftszeichen
h.M.	herrschende Meinung
Hdb.	Handbuch
Hrsg.	Herausgeber
HS.	Halbsatz
i.d.R.	in der Regel
i.E.	im Ergebnis
i.e.S.	im engeren Sinne
i.R.d.	im Rahmen des/der
i.S.d.	im Sinne des/der
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinne

ILF WP	Institute For Law And Finance Working Paper
IMF WP	International Monetary Fund Working Paper
IMFS WP	Institute for Monetary and Financial Stability Working Paper
insb.	insbesondere
insg.	insgesamt
InsO	Insolvenzordnung
JA	Juristische Arbeitsblätter
JPE	Journal of Political Economy
JURA	Juristische Ausbildung (Zeitschrift)
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
JZ	JuristenZeitung
Kap.	Kapitel
Komm.	Kommentar
KuK	Kredit und Kapital
KWG	Kreditwesengesetz
LeerverkaufsVO	Leerverkaufsverordnung
lit.	littera
m. Anm.	mit Anmerkung
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive

MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
N&R	Netzwirtschaften und Recht
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No.	Nummer (englisch)
Nr.	Nummer
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
Öffentl./öffentl.	Öffentlich/öffentlich
OWIWO DP	Otto-Wolff-Institut für Wirtschaft Discussion Paper
PRA	Prudential Regulation Authority
PRIIP	Packaged Retail and Insurance-based Investment Produkts Regulation
RdE	Recht der Energiewirtschaft (Zeitschrift)
RechtsT	Rechtstheorie
RegulierungsR	Regulierungsrecht
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
S.	Satz/Seite
s.	siehe
s.a.	siehe auch
s.o.	siehe oben
SA	Securities Act

SdK	Schutzvereinigung der Kapitalanleger
SEA	Securities and Exchange Act
SEC	Securities and Exchange Commission
sec.	section
sog.	sogenannt
SolvV	Solvabilitätsverordnung
SSM	Single Supervisory Mechanism
StaatsR	Staatsrecht
T2	Tier 2
tw.	teilweise
u.	und
u.a.	unter anderem
U.S.C.	United States Code
UA	Unterabsatz
Urt.	Urteil
US / U.S.	United States
USA	Vereinigte Staaten von Amerika (englisch)
v.	von/vom
v.a.	vor allem
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Var.	Variante
VerfassungsR	Verfassungsrecht

VermAnlG	Vermögensanlagegesetz
VerwArch	Verwaltungsarchiv (Zeitschrift)
VerwR	Verwaltungsrecht
VerwVerfR	Verwaltungsverfahrenrecht
VG	Verwaltungsgericht
VGH	Verwaltungsgerichtshof
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vorb.	Vorbemerkung
VVDStRL	Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
WertpapierhandelsR	Wertpapierhandelsrecht
WirtschaftsR	Wirtschaftsrecht
WM	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Bankrecht - Wertpapiermitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
z.B.	zum Beispiel
z.T.	zum Teil
ZAG	Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz
ZaöRV	Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht

ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZEuS	Zeitschrift für europarechtliche Studien
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZG	Zeitschrift für Gesetzgebung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das Gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZVgIRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft
zw.	zwischen

Einleitung

§ 7 Abs. 2 Satz 5 Kreditwesengesetz (KWG) bestimmt, dass die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ihre aufsichtsrechtlichen Maßnahmen insbesondere als Allgemeinverfügungen trifft. Bei genauerer Betrachtung könnten sich aber als Allgemeinverfügungen titulierte Maßnahmen der BaFin vielfach als normative Akte darstellen. Entsprechendes gilt für als (adressatenlose) Beschlüsse - dem unionsrechtlichen Pendant zur Allgemeinverfügung - titulierte Maßnahmen der europäischen Finanzaufsichtsbehörden.¹ Denn die nationale und unionale Finanzaufsicht ist zu Maßnahmen ermächtigt, die nicht ausdrücklich an individuelle Adressaten gerichtet werden, sondern an nach abstrakten Merkmalen bestimmte Tätigkeiten bzw. Finanzprodukte anknüpfen² oder einen für die Zukunft nicht abgeschlossenen überindividuellen Adressatenkreis haben³. Gegenstand und Anlass der Aufsichtsmaßnahmen - etwa Risiken für die Stabilität des Finanzsystems oder Bedenken für den Anlegerschutz - lassen sich auch nicht ohne weiteres als konkrete Ereignisse fassen.⁴ Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob sich etwa die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers oder das Verbot, ein Finanzprodukt zu vertreiben, noch als konkret-individuelle oder zumindest konkret-generelle Einzelakte einordnen lassen oder ob sie nicht vielmehr als abstrakt-generelle Normset-

¹ *Gurlit*, Auswahl und Einsatz von Handlungsformen am Beispiel der Finanzmarkt-aufsicht, in: Kahl/Mager (Hrsg.), Verwaltungshandeln, 2022, S. 131, 132, 140, 142.

² *Gurlit*, ZHR 177 (2013), 862, 885; *Manger-Nestler*, Kreditwesen, 2012, 528, 529; *Ehlers*, WM 2017, 420, 421 f.; a.A. *Wymeersch*, ZGR 2011, 443, 469.

³ *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1225 f.; vgl. auch *dies.*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht Kommentar, 8. Aufl. 2023, § 15 WpHG Rn. 20; s.a. *dies.*, WM 2020, 105, 112; *Ehlers*, WM 2017, 420, 423.

⁴ Vgl. *Gurlit* WM 2015, 1217, 1225 f. sowie *dies.*, WM 2020, 105, 112.

zung einzuordnen sind.⁵ Soweit die Aufsichtsmaßnahmen gleichwohl in die äußere Form einer Allgemeinverfügung bzw. eines Beschlusses eingekleidet werden, geht damit die Frage nach den Vorgaben und Grenzen der Handlungsformenwahl einher. Administrative Normsetzung hat insbesondere die Grenzen des Art. 80 GG und der Wesentlichkeitstheorie⁶ bzw. der Artt. 290, 291 AEUV und des Grundsatzes des institutionellen Gleichgewichts⁷ zu beachten. Die Wahl der Handlungsform beeinflusst das Verwaltungsverfahren, die Wirksamkeit, die Bestandskraftfähigkeit und den Rechtsschutz.⁸ Insoweit könnten sich Grenzen der Handlungsformenwahl auch daraus ergeben, dass sie Beteiligungsrechte abschneidet oder Rechtsschutzmöglichkeiten verkürzt.

Eine systematisierende Einordnung von Maßnahmen der Finanzaufsicht, die sich zwischen Einzelakt und Norm bewegen, sowie ihre Rückbindung an die Lehren des allgemeinen Verwaltungsrechts und

⁵ Vgl. etwa *Buck-Heeb*, BKR 2017, 89, 93; *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 20 f., Art. 42 MiFIR Rn. 40; *dies.*, ZHR 177 (2013), 862, 879; s.a. *dies.*, WM 2020, 105, 112; *Ehlers*, WM 2017, 420, 422; *Walla*, DÖV, 2010, 853, 855 ff; *Lange*, Die Regulierung von Aktienleerverkäufen, 2017, S. 119 ff; *Ohler*, JZ 2014, 249, 251; *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1225 f.

⁶ Vgl. hier nur *Ramsauer*, Juridica International 2014, 69, 76, 82; *Kment*, in: Jarass/Pieroth (Hrsg.), GG, 18. Aufl. 2024, Art. 80 Rn. 1; *Axer*, Normsetzung der Exekutive in der Sozialversicherung, 2000, S. 1 ff.

⁷ Dazu etwa EuGH NJW 2014, 1359 Rn. 41 ff, 63 ff - Leerverkaufsverbot; *Ohler*, JZ 2014, 249; *Weiß*, EuR 2016, 631, 647 ff., 652 ff.; insb. *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht und EU-Agenturen, 2015, S. 70 ff, 124 ff, 134 ff; *Ruffert* in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), 6. Aufl. 2022, EUV/AEUV, Art. 290 AEUV Rn. 7 ff.; *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 236 ff; *Gurlit*, ZHR 177 (2013), 862, 885.

⁸ Zur Handlungsformenlehre in der deutschen Rechtstradition *Schmidt-Aßmann*, DVBl 104 (1989) 533 f.; ausführlich *ders.*, Das allgemeine Verwaltungsrecht als Ordnungsidee, 2. Aufl. 2006, 6. Kap., Rn. 32 ff; *Gurlit*, ZHR 177 (2013), 862, 864; *dies.*, Auswahl und Einsatz von Handlungsformen am Beispiel der Finanzmarktaufsicht, in: Kahl/Mager (Hrsg.), Verwaltungshandeln, 2022, S. 131, 149; *Ossenbühl*, JuS 1979, 681, 686 f; zu den Auswirkungen der Abgrenzung zwischen Allgemeinverfügung und Rechtsnorm: *Schoch*, JURA 2012, 26 f; *Laubinger*, in: Arndt (Hrsg.), Völkerrecht und deutsches Recht, Festschrift für Hans-Wolfgang Rudolf, 2001, S. 305, 314.

deren Fortentwicklung scheint daher auf nationaler wie unionaler Ebenen zur weiteren verwaltungsrechtlichen Systembildung angezeigt⁹. Dazu sucht die vorliegende Arbeit einen Beitrag zu leisten.

A. Auswahl des Finanzaufsichtsrechts als Referenzgebiet

Das Finanzaufsichtsrecht bietet sich unter zwei Gesichtspunkten als Referenzgebiet für die Untersuchung von Maßnahmen der Verwaltung im Spannungsfeld von Einzelakt und Normsetzung an.

I. Wechselspiel zwischen unionsrechtlichen Vorgaben und nationaler Handlungsformendogmatik

Das Finanzaufsichtsrecht zeichnet sich zum ersten durch seine unionsrechtliche Prägung aus. Insbesondere seit der Finanzkrise 2007/08 kam und kommt es regelmäßig zu Reformen, die in aller Regel vom Unionsrecht ausgehen und entsprechende Umsetzungen bzw. Anpassungen im deutschen Recht einfordern.¹⁰ Im Zuge der Finanzkrise wurde mit dem European System of Financial Supervision (ESFS) die Finanzaufsicht neugestaltet und mit dem Single Supervisory Mechanism (SSM) die Bankenaufsicht zum Teil auf die Europäische Zentralbank (EZB) übertragen. Dieses institutionelle Neudesign der Finanzaufsicht (dazu im 1. Teil) hat auch das materielle Aufsichtsrecht nicht unberührt gelassen (dazu im 3. Teil). Vorgaben für die Bankenaufsicht sind mit der Capital Requirements Regulation (CRR) und der Capital Requirements Directive (CRD IV) erfolgt, die ihre Umsetzung etwa in den Vorschriften des KWG zu den Eigenkapitalanforderungen gefunden haben. Darunter fällt beispielsweise

⁹ Allgemein für das Finanzaufsichtsrechts als Referenzgebiet plädierend *Gurlit*, ZHR 177 (2013), 862, 864.

¹⁰ Vgl. *Gurlit*, WM 2016, 2053, 2057; s.a. *Röhl*, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.), *Regulierungsrecht*, 2010, § 18, Rn. 106; *Bumke*, DV 41 (2008), 227, 239 ff.

die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers durch die BaFin nach dem auf die Artt. 130, 136 III CRD IV zurückgehenden § 10d III 2 KWG sowie i.V.m. Artt. 5 II, 9 I UA 2 S. 2 SSM-VO auch durch die EZB. In der Wertpapieraufsicht kam und kommt es infolge der Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR) und Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II) zu Neuerungen im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) wie der Ermächtigungen zur Produktintervention durch die BaFin nach Art. 42 MiFIR bzw. der European Securities and Markets Authority (ESMA) und der European Banking Authority (EBA) nach Artt. 40, 41 MiFIR. Auch im Versicherungsaufsichtsrecht wurde die BaFin nach Art. 17 Packaged Retail and Insurance-based Investment Produkts Regulation (PRIIP) und die European Insurance and Occupational Pension Authority (EIOPA) nach Art. 16 PRIIP zur Produktintervention ermächtigt.

Im Finanzaufsichtsrecht sind nationaler Gesetzgeber und nationale Verwaltung dabei gezwungen, unionsrechtlich vorgezeichnete, dem traditionellen deutschen Handlungsformenkanon fremde Rechtsinstitute - etwa die „Festlegung“ des antizyklischen Kapitalpuffers¹¹ - unter Beachtung etwaiger Folgewirkungen in die Rechtsordnung zu integrieren. Umgekehrt bietet die unionsrechtliche Relevanz des Finanzaufsichtsrechts die Möglichkeit, im Wettbewerb der Rechtssysteme Vorschläge zu formulieren und in den Rechtssetzungsprozess auf europäischer Ebene einzuspeisen.¹² Damit stellt

¹¹ Zu diesen Festlegungen *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1225; *dies.*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 54 WpHG Rn. 45 ff. Mit der Handlungsform der „Festlegung“ sah sich die Verwaltungsrechtswissenschaft auch schon im Energierecht (§ 29 EnWG) konfrontiert. Auch dort beruhte sie auf einer unionsrechtlichen Vorzeichnung (Umsetzung von Art. 23 II RL 2003/54/EG, nunmehr Art. 37 VI lit. a) RL 2009/72/EG), dazu bereits *Attendorn*, RdE 2009, 87, 90 ff; *Britz*, EuZW 2004, 462, 436 f; *dies.*, RdE 2006, 1, 4 ff; *Pielow*, DÖV 2005, 1017, 1021 ff.

¹² Allg. *Voßkuhle*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grundlagen des Verwaltungsrechts, Band I, 3. Aufl. 2022, § 1 Rn. 13.

das Finanzaufsichtsrecht nicht nur die deutsche Handlungsformen-systematik vor die Herausforderung, sich auch vor dem Hintergrund unionsrechtlicher Einflüsse zu bewähren, sondern gewährt umgekehrt die Chance, im Sinne eines wechselseitigen Lernprozesses Impulse für die Weiterentwicklung einer unionsrechtlichen Handlungsformenlehre zu setzen¹³.

II. Häufung normativer Maßnahmen in der Finanzaufsicht

Zum zweiten bewegen sich Maßnahmen der Finanzaufsichtsbehörden vielfach zwischen Einzelfallentscheidungen und Normsetzungsakten. Dies verdeutlicht der beachtliche Bestand normativen Verwaltungshandelns der Finanzaufsichtsbehörden auf nationaler wie unionaler Ebene.¹⁴ Unter normativem Verwaltungshandeln sind hier Maßnahmen der Verwaltung zu verstehen, die - wie eine Rechtsnorm - abstrakt-generell sind, also eine Vielzahl von Sachverhalten regeln und an eine Vielzahl von Adressaten gerichtet sind (dazu im 3. Teil). Entsprechende Handlungsformen können in der Praxis der Finanzaufsichtsbehörden vielfach ausgemacht werden. Zu ihnen sind eine Vielzahl (ca. 300) von Rundschreiben und Merkblättern¹⁵, (subdelegierten) Rechtsverordnungen¹⁶ und auch als Allge-

¹³ Vgl. allg. zum Verständnis der Europäisierung als Projekt wechselseitiger Impulsgebung *Schmidt-Aßmann/Schöndorf-Haubold*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR, Bd. I, § 5 Rn. 3, 3e.

¹⁴ *Gurilit*, WM 2020, 105, 109 f., 112; *dies.*, Auswahl und Einsatz von Handlungsformen am Beispiel der Finanzmarktaufsicht, in: Kahl/Mager (Hrsg.), Verwaltungshandeln, 2022, S. 131, 138 ff.; allgemein einen Bedeutungszuwachs abstrakt-genereller Handlungsformen im Regulierungsrecht, zu dem diese auch das Finanzaufsichtsrecht zählen, konstatieren *Ruthig/Storr*, Öffentliches Wirtschaftsrecht, 5. Aufl. 2020, Rn. 512, 25; s.a. *Röhl*, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.), RegulierungsR, § 18, Rn. 106 f, 1114, 118, 120.

¹⁵ *Fischer/Krolop*, in: Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, CRR-VO, 6. Aufl. 2023, Einf. KWG Rn. 293; *Gurilit*, WM 2020, 105, 109 f.; *dies.*, ZHR 2013, 862, 894 f; *Möllers*, ZEuP 2008, 480, 490.

meinverfügung titulierte Entscheidungen¹⁷ der BaFin zu zählen. Mit Blick auf Allgemeinverfügungen unterscheidet die BaFin selbst zwischen Einzelaufsichtsmaßnahmen und - in einem Atemzug mit Rechtsverordnungen genannten - „standardsetzenden Allgemeinverfügungen“, die nicht durch ein einzelnes Aufsichtsobjekt bedingt sind, sondern grundlegende Anforderungen an das Verhalten von Finanzmarktteilnehmern stellen.¹⁸

Auf unionaler Ebene zeichnet sich ein ähnliches Bild. Die Europäische Kommission und die European Supervisory Authorities (ESAs¹⁹) - ESMA, EBA und EIOPA - erlassen eine Vielzahl von Leitlinien und Empfehlungen²⁰ sowie technische Regulierungsstandards und Durchführungsstandards, die i.d.R. als delegierte Verordnungen und Durchführungsverordnungen nach Artt. 290, 291 AEUV²¹ ergehen. Auch die EZB kann im Rahmen ihrer Aufgabe als Bankenaufseherin

¹⁶ Siehe nur die Verordnung zur Übertragung von Befugnissen zum Erlass von Rechtsverordnungen auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BAFinBefugV).

¹⁷ Siehe die von der BaFin veröffentlichten Allgemeinverfügungen unter https://www.bafin.de/DE/RechtRegelungen/Verfuegungen/liste_verfuegungen_node.html (zuletzt abgerufen am 24.06.2024).

¹⁸ Siehe Grundsätze der Zusammenarbeit zwischen BMF und BaFin, 17.05.2022, abrufbar https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Anlage/dl_bmf_bafin_grundsätze_zusammenarbeit.html, zuletzt am 24.06.2024.

¹⁹ Soweit die Gründungsverordnungen der drei ESAs identisch sind, werden sie im Folgenden zusammenfassend als ESA-VOen bezeichnet.

²⁰ *Gurlit*, ZHR 177 (2013), 862, 876 f; *dies*, WM 2020, 105, 106; *Wörner*, Rechtlich weiche Verhaltenssteuerungsformen Europäischer Agenturen als Bewährungsprobe der Rechtsunion, 2017, S. 1 f, 104; *Dickschen*, Empfehlungen und Leitlinien, S. 58, 64 ff, 123 ff.

²¹ Die technischen Regulierungs- und Durchführungsstandards ergehen allerdings nicht als Verordnungen der ESAs, sondern der Kommission. Die ESAs sind an ihnen aber maßgeblich beteiligt. Sie entwerfen sie und die Kommission kann von diesem Entwurf nicht ohne weiteres abweichen, s. Art. 10 I, IV, Art. 15 I, IV ESA-VOen; dazu *Gurlit*, ZHR 177 (2013), 862, 871 ff, 873 f; *Hitzer/Hausser*, BKR 2015, 52, 54 f.

Verordnungen, Leitlinien und Empfehlungen erlassen²². Schließlich können die ESAs und EZB auch adressatenlose Beschlüsse erlassen.²³

B. Forschungslücke und Untersuchungsmaßstab

I. Forschungsstand

Es überrascht daher nicht, dass das Finanzaufsichtsrecht seit einigen Jahren Bestandteil des besonderen Verwaltungsrechts ist und als Referenzgebiet des allgemeinen Verwaltungsrechts fruchtbar gemacht wird²⁴, gerade auch mit Blick auf die Handlungsformen der Verwaltung. Es finden sich bereits wissenschaftliche Arbeiten zu den Rundschreiben der BaFin²⁵, zu Leitlinien und Empfehlungen der ESAs²⁶ und auch allgemein zur exekutiven Normsetzung in der Finanzaufsicht²⁷. Es fehlt bislang aber an einer vertieften dogmatischen Auseinandersetzung mit Maßnahmen, die sich gerade im Grenzbereich zwischen abstrakt-generell und konkret-individuell bewegen und damit die Frage aufwerfen, ob für sie die Allgemein-

²² *Gurlit*, WM 2016, 2053, 2055; *dies.*, EuZW-Beilage 2014, 14, 16 f.; *dies.*, ZHR 177 (2013), 862, 877 f.

²³ *Gurlit*, ZHR 177 (2013), 862, 884 f u. 885 f.; *dies.*, WM 2015, 1217, 1226; *dies.*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 40 MiFIR Rn. 30.

²⁴ Etwa *Junker*, Gewährleistungsaufsicht über Wertpapierdienstleistungsunternehmen, 2003, S. 23 ff. oder *Bumke*, DV 41 (2008), 227 f, die das Kapitalmarktrecht als Referenzgebiet für das Regulierungsverwaltungsrecht heranziehen; *Kaufhold*, Systemaufsicht, 2016; *Paraschiakos*, Bankenaufsicht zwischen Risikoverwaltung und Marktbegleitung, 2017.

²⁵ *Fekonja*, BaFin-Verlautbarungen, 2014.

²⁶ *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen Europ. Agenturen, 2017; *Dickschen*, Empfehlungen und Leitlinien, 2017; *Frank*, Leitlinien und Empfehlungen, 2012.

²⁷ Insbesondere *Schädle*, Exekutive Normsetzung in der Finanzmarktaufsicht, 2007; s.a. *Halfpap*, BKR 2009, 65 und *ders.*, Kapitalmarktaufsicht in Europa und den USA, 2007; *Walla*, Die Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Deutschland, 2012; allgemeiner *Pünder*, Exekutive Normsetzung in den Vereinigten Staaten von Amerika und der Bundesrepublik Deutschland, 1995.

verfügung bzw. der adressatenlose Beschluss die „adäquate“ Handlungsform ist²⁸. Diese Lücke sucht die vorliegende Arbeit zu schließen.

II. Handlungsformenadäquanz als Untersuchungsmaßstab

Für die vorliegende Untersuchung soll mit dem Begriff der Adäquanz der Handlungsformenwahl nicht die *Aufgabenadäquanz*²⁹, d.h. die möglichst optimale Eignung der gewählten Handlungsform für die Erfüllung der der Verwaltung übertragenen Aufgabe³⁰, untersucht werden. Untersuchungsmaßstab ist vielmehr die *Handlungsformenadäquanz*. Unter dem Begriff der *Handlungsformenadäquanz*³¹ soll hier untersucht werden, ob das Verwaltungshandeln, das zur Erfüllung der Aufgabe der Verwaltung (1. Teil) bestimmte Wirkungsmodi - verbindlich, abstrakt, konkrete, generell oder individuell - erfordert (2. Teil), der gewählten Handlungsform entspricht, die ihrerseits durch bestimmte Wirkungsmodi charakterisiert ist (3. Teil) und hieran - insbesondere vor dem Hintergrund des Gewaltenteilungsgrundsatzes und dem Rechtsstaatsprinzip - ein spezifisches Rechtsregime - Kompetenz, Verfahren, Rechtsschutz - knüpft (Teil 4).

²⁸ Lediglich vereinzelt zur Abgrenzung von Allgemeinverfügung bzw. adressatenlosem Beschluss und Rechtsnorm *Walla*, DÖV 2010, 853, 855 ff; *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, 118 ff; *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1225; *dies.*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 19 ff., Art. 42 MiFIR Rn. 40, Art. 40 MiFIR Rn. 30, Art. 17 PRIIP Rn. 34; *Ohler*, JZ 2014, 249, 251.

²⁹ Siehe den Begriff bei *Kahl*, in: Kahl/Ludwigs (Hrsg.), Handbuch des Verwaltungsrechts Band V, 2023, § 140 Rn. 30.

³⁰ Zum insoweit verbreiteteren verwaltungsrechtswissenschaftlichen Verständnis *Schmidt-Aßmann*, VerwR als Ordnungs idee, 6. Kap. Rn. 36 u. 1. Kap. Rn. 32; vgl. auch *Burmeister*, VVDStRL 52 (1993), 190 (207).

³¹ Siehe den Begriff auch bei *Krüper*, DVBl 2017, 10.

C. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands

Dementsprechend sollen Gegenstand der Untersuchung Befugnisse sein, die die Finanzaufsicht zu rechtsverbindlichen Maßnahmen ermächtigen, die sich mangels individueller Adressaten und/oder konkretem Regelungsgegenstand bzw. -anlass zwischen abstrakt-genereller und konkret-individueller Regelung bewegen und die Aufsichtsbehörden gerade nicht zum Erlass einer (Rechts-)Verordnung ermächtigen. Da die Attraktivität des Finanzaufsichtsrechts als Referenzgebiet der Handlungsformen auch da herrührt, dass sie sowohl von nationalen als auch europäischen Behörden wahrgenommen wird, sollen solche Befugnisse in den Blick genommen werden, die gleichermaßen die nationale wie unionale Finanzaufsichtsbehörde ermächtigen. Innerhalb des so abgesteckten Untersuchungsrahmens soll der Gegenstand der Untersuchung weiter-stellvertretend - auf solche Maßnahmen beschränkt werden, die gerade für die Finanzaufsicht typische Charakteristiken aufweisen.

I. Befugnisse zu rechtsverbindlichen Maßnahmen

Zunächst spricht neben dem Umstand, dass „weiche“ Steuerungsinstrumente bereits mehrfach untersucht wurden, für die Fokussierung auf „harte“ Befugnisse - also solche, die die Finanzaufsicht zu rechtsverbindlichen Eingriffen ermächtigen - noch, dass seit der vergangenen Finanzkrise ein leichter Trend hin zu einer auch wieder eingrifforientierten Finanzaufsicht beobachtet werden kann.³² In der Finanzkrise hat sich offenbart, dass das Vertrauen in die selbst-

³² Damit soll aber kein Abschied vom kooperativen Aufsichtsstil behauptet werden, s. dazu auch *Gurlit*, WM 2016, 2053, 2063; s.a. *dies.*, in: Grünberg/Habersack/Mülbert/Wittig (Hrsg.), Bankrechtstag 2015, S. 3, 4; ebenfalls für einen Trend zum aufsichtlichen Markteingriff *Seitz*, WM 2017, 1883, 1888; s.a. *Avgouleas*, in: Moloney/Ferran/Payne (Hrsg.), Oxford Hdb. Financial Regulation, 2015, S. 659, 676 (a); *Buck-Heeb* BKR 2017, 89, 90.

regulativen Kräfte des Finanzsystems überbewertet wurde. Das Finanzsystem war nicht in der Lage, die ihm inhärenten Risiken selbst zu regulieren³³. In Umsetzung der Erkenntnis, dass die Finanzkrise zumindest auch durch ein Versagen der Aufsicht begünstigt wurde, werden die Finanzaufsichtsbehörden daher ergänzend auch wieder mit harten Eingriffsbefugnissen ausgestattet, von denen sie auch willens sind, Gebrauch zu machen,³⁴ wie etwa die angesprochene Produktinterventions- oder auch die Leerverkaufsverbotsbefugnis (dazu im 3. Teil A.IV. und B.IV.).³⁵

³³ Zur Unzulänglichkeit einer auf die regulierte Selbstregulierung beschränkten Aufsicht *Ohler*, in: Ehlers/Fehling/Pünder (Hrsg.), *Besonderes Verwaltungsrecht Band 1 Öffentliches Wirtschaftsrecht*, 4. Aufl. 2019, § 32 Rn. 12; s.a. *Dickschen*, *Empfehlungen und Leitlinien*, S. 2 f; vgl. auch *Kämmerer*, *NVwZ* 2011, 1281; *Pfisterer*, *Neue Regelungen der MiFID II zum Anlegerschutz*, 2016, S. 4 f; *Siekmann*, *IMFS WP No. 47* (2011), S. 2; *ders.*, in: Scherzberg/Dogan/Can (Hrsg.), *Staatliche Finanzmarktregulierung und Eigentumsschutz*, S. 22, 46, s.a. *Wymeersch*, *EBOR* 8 (2007), S. 237, 243.

³⁴ Zu starken Eingriffsbefugnissen als gemeinsames Muster i.Ü. heterogener Aufsichtsinstrumente der Finanzaufsicht, *Gurlit*, *WM* 2016, 2053, 2057, 2059; ebenfalls in diese Richtung *Parmentier*, *EuZW* 2016, 45, 46, 51; *Buck-Heeb*, *BKR* 2017, 89, 90; zur unmittelbaren Eingriffsmöglichkeit als Parallele insb. verschiedener makro- wie mikroprudenzieller Befugnisse der Finanzaufsicht, *dies.*, *WM* 2017, 1329, 1337.

³⁵ Etwa ESMA, *Beschluss (EU) 2019/679 v. 17.04.2019 zur Verlängerung der vorübergehenden Beschränkung der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von Differenzgeschäften (CFD) an Kleinanleger*, abrufbar unter [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019X0430\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019X0430(01)&from=EN), zuletzt am 24.06.2024 und BaFin, *Allgemeinverfügung v. 23.07.2019 bzgl. sog. Differenzgeschäfte („Contracts for Difference/CFD“)*, VBS 7-Wp 5427-2018/0057, A. IV., B., abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Veruegung/vf_190801_allgvfg_Differenzgeschaefte.html, zuletzt am 24.06.2024 oder auch BaFin, *Allgemeinverfügung v. 18.02.2019, GZ: WA 25-Wp 5700-2019/0002*, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Veruegung/vf_190218_leerverkaufsmassnahme.html;jsessionid=240D923E561FD7C49323EC3AAA4337ED.1_cid290, zuletzt am 24.06.2024.

II. Mikro- und makroprudenzielle Aufsichtsbefugnisse

Aus der letzten Finanzkrise wurde zudem die Lehre gezogen, dass die bis dahin nur mikroprudenzielle Aufsicht, d.h. die Verhinderung von Ausfällen einzelner Institute durch Sicherstellung ihrer Solvabilität und Liquidität, den Blick auf das Finanzsystem als Ganzes vernachlässigt hat.³⁶ Die Finanzaufsicht wurde daher institutionell wie instrumentell um eine makroprudenzielle Aufsicht ergänzt (dazu im 1. Teil C.), die eben das Finanzsystem als Ganzes im Blick behalten soll.³⁷ In die Untersuchung sollen daher auch neu geschaffene makroprudenzielle Befugnisse in den Blick genommen werden. Neben - vorliegend nach gerade Gesagtem ausgeklammerten - weichen makroprudenziellen Instrumenten wie unverbindlichen Warnungen des European Systemic Risk Board (ESRB) nach Art. 16 ESRB-VO und des Ausschusses für Finanzstabilität (ASF) nach § 3 FinStabG³⁸ verfügt die Finanzaufsicht auch über harte makroprudenzielle Instrumente, die sie zu Eingriffen in die Geschäftstätigkeit der Institute ermächtigen, wie der bereits erwähnte antizyklische Kapitalpuffer und der Kapitalpuffer für systemische Risiken.³⁹

³⁶ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU - chaired by Jacques de Larosière - Report, 25.02.2009, S. 43 Rn. 145 f., S. 45 Rn. 153; Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 65 (April 2013), Nr. 4, S. 41; *Gurlit/Schnabel*, ZBB 2015, 349, 350; *Kaufhold*, DV (2013), 21, 24 ff., 29; *Rehm*, KuK 44 (2011) 317, 319.

³⁷ Zur in Ergänzung der mikroprudenziellen Aufsicht neu geschaffenen makroprudenziellen Aufsicht insb. *Gurlit/Schnabel*, ZBB 2015, 349, 350 ff.; *Ohler*, in: Ehlers/Fehling/Pünder (Hrsg.), Bes. VerwR Bd. 1, § 32 Rn. 41 ff.; Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 65 (April 2013), Nr. 4, S. 45 ff.; *Baur/Boegl*, BKR 2011, 177, 179 ff.; *Rehm*, KuK 44 (2011) 317, 319.

³⁸ Zu diesen weichen makroprudenziellen Instrumenten sowie dem comply-or-explain-Mechanismus *Gurlit/Schnabel*, ZBB 2015, 349, 356 f.; *Kaufhold*, DV 46 (2013), 21, 44 ff.; *Baur/Boegl*, BKR 2011, 177, 179; s.a. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 65 (April 2013), Nr. 4, S. 45, 50, die Warnungen aber zwischen Informationen und Eingriffen als Instrumente mittlerer Stufe einordnet.

³⁹ Zu neu geschaffenen harten makroprudenziellen Instrumenten Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 65 (April 2013), Nr. 4, S. 51; *Gurlit/Schnabel*, ZBB 2015,

III. Befugnisse zum Finanzsystemstabilitäts-, Funktions- und Kundenschutz

Charakteristische Ziele der Finanzaufsicht (dazu im 1. Teil B.) sind schließlich der Funktions- und Kundenschutz und spätestens seit der letzten Finanzkrise verstärkt der Schutz der Finanzsystemstabilität.⁴⁰

IV. Auswahl von Aufsichtsbefugnissen

Als Befugnisse, die diese Untersuchungsparameter erfüllen, konnten von den harten makroprudenziellen Befugnissen der Finanzaufsicht⁴¹ jedenfalls die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers (§ 10d III 2 KWG) sowie im Ausgangspunkt die Anordnung des Kapitalpuffers für systemische Risiken (§ 10e I, II KWG) und die Befugnis zu Maßnahmen zur Begrenzung makroprudenzieller und systemischer Risiken (§ 48t KWG) ausgemacht werden. Diese beruhen auf unionsrechtlichen Vorgaben (s.o.) und ermächtigen im Interesse eines für die Finanzaufsicht typischen Ziels - Stabilität des Finanzsystems⁴² - die BaFin als nationale Aufsichtsbehörde sowie über Art. 5 II SSM-VO auch die EZB als europäische Aufsichtsbehörde⁴³ zu

349, 351, 357 f.; *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1221 ff.; Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2014/15, S. 202 Rn. 382 ff.

⁴⁰ *Neus/Riepe*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 6 Rn. 22 ff.; *Ohler*, in: Ehlers/Fehling/Pünder (Hrsg.), Bes. VerwR Bd. 1, § 32 Rn. 13 ff.; *Röhl*, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.), RegulierungsR, § 18 Rn. 13 ff.; *Kaufhold*, in: Schmidt/Wollenschläger (Hrsg.), Kompendium Öffentliches Wirtschaftsrecht, 5. Aufl. 2019, § 14 Rn. 1, 27; *dies.*, DV 49 (2016), 339; *Gurlit*, ZHR 177 (2013), 862, 866; *Lemmer*, Integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht, 2013, S. 210 ff; *Bumke*, DV 41 (2008), 227, 235 f. u.v.m.

⁴¹ Im Überblick *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1222 ff u. 1257 ff.; *Lindemann*, in: Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, CRR-VO, 6. Aufl. 2023, § 48t KWG Rn. 4; Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2014/15, S. 204.

⁴² *Gurlit/Schnabel*, ZBB 2015, 349, 351, 357 f.; *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1221 ff.

⁴³ Zur noch nicht geklärten Frage, ob auch die EZB über Art. 5 II SSM-VO nicht nur auf § 10d KWG, sondern auch auf die § 10e KWG und § 48t KWG zugreifen kann, im 3. Teil unter B.IV.3.b. und c.

rechtsverbindlichen Eingriffen gegenüber Instituten. § 10e VI 1 und § 48t I KWG sehen für den Systemrisikopuffer und sonstige Maßnahmen zur Begrenzung systemischer Risiken zudem ausdrücklich ein Handeln in Form der Allgemeinverfügung vor. Die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers hat die BaFin selbst ausdrücklich als Allgemeinverfügung bezeichnet.⁴⁴

Weiter bietet sich die Untersuchung der Leerverkaufs- sowie der Produktinterventionsbefugnis an. Beide knüpfen tatbestandlich an die spezifischen Aufsichtsziele Funktions- und Finanzsystemstabilitätsschutz⁴⁵ und die Produktinterventionsbefugnis zudem auch an den Anlegerschutz an.⁴⁶ Beide stehen sowohl der BaFin⁴⁷ als auch den ESAs⁴⁸ zur Verfügung. Beide ermächtigen zu Eingriffen jedenfalls in Rechte der Anbieter und gegebenenfalls auch der Kunden (dazu im 4. Teil F.II.). Schließlich gehen § 15 II und § 53 III WpHG scheinbar von einem Handeln in Form der Allgemeinverfügung aus;⁴⁹ während Art. 9 V UA 2 ESA-VO sogar ausdrücklich ein Handeln des ESAs in Form eines Beschlusses⁵⁰ vorsieht (dazu im 4. Teil A.).

⁴⁴ BaFin, Allgemeinverfügung v. 28.12.2015, Festlegung der Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer, GZ: BA 51-AZB 1130-2015/0009, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_151228_allgvfg_antizyklischer_kapitalpuffer_ba.html, zuletzt am 24.06.2024; BaFin, Allgemeinverfügung v. 28.06.2019, Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers nach § 10d KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, abrufbar

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190628_allgvfg_antizykl_kapitalpuffer.html, zuletzt 24.06.2024.

⁴⁵ Vgl. Art. 20 I lit. a) LeerverkaufsVO i.V.m. § 53 I WpHG sowie Art. 28 II lit. a) Alt. 1 LeerverkaufsVO.

⁴⁶ S. Artt. 40 II lit. a), 41 lit. a), 42 II lit. a) i) MiFIR, Art. 16 II lit. a), 17 II lit. a) PRIIP.

⁴⁷ Vgl. § 6 V 1, § 15 und § 53 WpHG sowie § 295 I Nr. 2 VAG.

⁴⁸ Vgl. Art. 9 V, Art. 1 II ESA-VOen.

⁴⁹ *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 22, Art. 42 MiFIR Rn. 40, i.E. ebenso für die Produktinterventionsbefugnis der BaFin betreffend Versicherungsanlageprodukte Art. 17 PRIIP Rn. 34.

⁵⁰ Zum Handeln der ESMA in Form des adressatenlosen Beschlusses, EuGH, NJW 2014, 1359 63 f - *Leerverkaufsverbot*; *Gurlit*, ZHR 177 (2013), 862, 885; *dies.*, in:

Dementsprechend haben auch BaFin und ESMA selbst ihre bisherigen Produktinterventionen und Leerverkaufsverbote ausdrücklich als Allgemeinverfügung bzw. Beschluss titulierte.⁵¹

Auf die Untersuchung der genannten Befugnisse wird die vorliegende Arbeit mit Blick auf die Forschungsfrage, ob die Allgemeinverfügung und der adressatenlose Beschluss für sie die *formenadäquate* Handlungsform sind, beschränkt.

D. Gang der Untersuchung

I. Erklärungsansätze für Maßnahmen zwischen Einzelakt und Norm in der Finanzaufsicht

Im 1. Teil der Untersuchung werden zunächst als Grundlegungen die Ziele und das System der Finanzaufsicht dargestellt, um daraus im 2. Teil mögliche Erklärungsansätze dafür herzuleiten, warum sich die Finanzaufsicht normativen Verwaltungshandelns bedient. Dabei soll der Blick nicht auf die Unterscheidung zwischen rechtmäßigem und rechtswidrigem Verwaltungshandeln beschränkt, sondern die Effektivität - also die Zielerreichung - des Verwaltungshandelns ins

Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 40 MiFIR Rn. 30; Manger-Nestler, Kreditwesen, 2012, 528, 529; a.A. Wymeersch. ZGR 2011, 443, 469.

⁵¹ Etwa BaFin, Allgemeinverfügung v. 23.07.2019 bzgl. sog. Differenzgeschäfte („Contracts for Difference/CFD“), VBS 7-Wp 5427-2018/0057, A. IV., B., abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190801_allgvfg_Differenzgeschaefte.html, zuletzt am 24.06.2024. Etwa ESMA, Beschluss (EU) 2019/679 v. 17.04.2019 zur Verlängerung der vorübergehenden Beschränkung der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von Differenzgeschäften (CFD) an Kleinanleger, abrufbar unter [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019X0430\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019X0430(01)&from=EN), zuletzt am 24.06.2024.

Auge gefasst werden.⁵² Dementsprechend soll untersucht werden, ob und inwieweit gerade normatives Handeln der Verwaltung geeignet ist, einen Beitrag zu einer effektiven Finanzaufsicht zu leisten, und daher von der Finanzaufsicht benötigt wird.

II. Abgrenzung von Einzelakt und Norm

Im 3. Teil soll das Finanzaufsichtsrechts als Referenzgebiet⁵³ für die Abgrenzung von Maßnahmen im Grenzbereich von Einzelakt und Normsetzung fruchtbar gemacht werden. Es werden gängige⁵⁴ und eigene Abgrenzungsmöglichkeiten der Handlungsform der Allgemeinverfügung von der Rechtsverordnung und des adressatenlosen Beschlusses von der Verordnung diskutiert und ein Abgrenzungskonzept entwickelt. Anhand des entwickelten Abgrenzungskonzepts werden die ausgewählten Handlungsbefugnisse untersucht, um die gefundenen Kriterien auf ihre Tauglichkeit zur Abgrenzung zu prüfen und die Frage zu beantworten, ob Allgemeinverfügung und adressatenloser Beschluss für die ausgewählten Befug-

⁵² Vgl. *Voßkuhle*, in: *Voßkuhle/Eifert/Möllers* (Hrsg.), *Grdlg. VerwR*, Bd. I, § 1 Rn. 5, 11, 14, 24; s.a. *Schmidt-Aßmann/Schöndorf-Haubold*, in: *Voßkuhle/Eifert/Möllers* (Hrsg.), *Grdlg. VerwR*, Bd. I, § 5 Rn. 5 f.; speziell mit Blick auf die Finanzaufsicht *Ruppel*, *Finanzdienstleistungsaufsicht in der Europäischen Union*, 2015, S. 112.

⁵³ Für die Eignung des Öffentlichen Wirtschaftsrechts insgesamt und darunter des Finanzaufsichtsrechts als Referenzgebiet *Schmidt-Aßmann*, *VerwR als Ordnungs-idee*, 3. Kap. Rn. 43 ff., 46; vgl. auch *Burgi*, in: *Voßkuhle/Eifert/Möllers* (Hrsg.), *Grdlg. VerwR*, Bd. I, § 18 Rn. 115 im Hinblick auf die Handlungsformen.

⁵⁴ Eine herrschende Meinung zur Abgrenzung von Allgemeinverfügung und Rechtsnorm hat sich, obwohl die Problematik bereits vermehrt diskutiert wurde, bisher nicht gebildet. *U. Stelkens*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs*, *VwVfG*, 10. Aufl. 2023, § 35 Rn. 283 m.w.N. zum Meinungs- und Streitstand; statt vieler insb. *Laubinger*, *Das „Endviensalat-Urteil“*, in: *Arndt* (Hrsg.), *FS Rudolf*, 2001, S. 305, 309 ff; ausführlich aus jüngerer Zeit *Wandschneider*, *Die Allgemeinverfügung in Rechtsdogmatik und Rechtspraxis*, 2009; auch zur Abgrenzung von adressatenlosem Beschluss und Verordnung, wobei es sich um ein weit weniger diskutiertes Problem handelt, existiert bislang keine herrschende Meinung, siehe dazu *Biervert*, in: *Schwarze/Becker/Hatje/Schoo* (Hrsg.), *EU-Kommentar*, 4. Aufl. 2019, Art. 288 AEUV Rn. 19, 32.

nisse die adäquaten Handlungsformen sind. So sollen schließlich aus dem Referenzgebiet des Finanzaufsichtsrechts im Wege der Induktion⁵⁵ verallgemeinerungsfähige Erkenntnis auch für das allgemeine Verwaltungsrecht gewonnen werden.

III. Konsequenzen und Grenzen der Handlungsformenwahl

Im 4. Teil sollen die (verfassungs-)rechtlichen Grenzen der Handlungsformenwahl im Allgemeinen und spezielle Grenzen der Wahl der Handlungsform der Allgemeinverfügung und des adressatenlosen Beschlusses für abstrakt-generelle Maßnahmen sowie die Konsequenzen einer inkorrekten Handlungsformenwahl aufgezeigt werden, wiederum speziell im Referenzgebiet des Finanzaufsichtsrecht, allerdings vor dem Hintergrund des allgemeinen Verwaltungsrechts sowie des Verfassungsrechts.

IV. Reformoptionen

Im 5. Teil soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Wahl von Allgemeinverfügung und adressatenlosem Beschluss für die unionsrechtlich vorgegebenen normativen Handlungsbefugnisse der Finanzaufsichtsbehörden an die Grenzen der Handlungsformenwahl stößt und nicht nur die im nationalen Handlungsformensystem vorgesehene Kompetenzordnung überformt⁵⁶ und nach effektiveren Rechtsschutzmöglichkeiten verlangt⁵⁷, sondern inso-

⁵⁵ Zum induktiven Ansatz der Neuen Verwaltungswissenschaft *Voßkuhle*, in: *Voßkuhle/Eifert/Möllers* (Hrsg.), *Grdlg. VerwR*, Bd. I, § 1 Rn. 43 ff.; *Möllers*, in: *Voßkuhle/Eifert/Möllers* (Hrsg.), *Grdlg. VerwR*, Bd. I, § 2 Rn. 56; *Schmidt-Aßmann*, *VerwR als Ordnungsidee*, 1. Kap. Rn. 12.

⁵⁶ Allgemein zu Begriff und Fällen der unionsrechtlichen Überformung bereits *Schoch*, *JZ* 1995, 109, 111 f, 116 f, 119; s.a. *Glaser*, *Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre*, S. 101 ff.

⁵⁷ S. zu möglichen Rechtsschutzlücken infolge von unionsrechtlich vorgegebenen „Festlegungen“ mittels Allgemeinverfügung (*sui generis*): *Griebeler/Patz*, *BKR*

fern gerade auch im unionsrechtlichen Handlungsformsystem Dysfunktionalitäten verursacht. Es werden daher Reformoptionen für die Rechtsregime - Beteiligungsrechte und Rechtsschutzmöglichkeiten - der ausgewählten Befugnisse vorgeschlagen, die sich auch für andere Maßnahmen im Grenzbereich von Einzelakt und Normsetzung verallgemeinern lassen sollten, um so einen Beitrag zur Weiterentwicklung des deutschen⁵⁸ wie des unionalen Handlungsformensystems zu leisten. Insoweit werden rechtsvergleichend⁵⁹ auch Verfahren und Rechtsschutz bei exekutiver Normsetzung in den Vereinigten Staaten von Amerika und dem Vereinigten Königreich von Großbritannien und Nordirland in den Blick genommen.⁶⁰

2017, 144, 145 Fn. 17; *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1225; ähnlich zur Produktintervention mittels Allgemeinverfügung *sui generis dies.*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 20, 22, 28.

⁵⁸ Für einen entsprechenden Entwicklungsbedarf bereits hinsichtlich der Rundschreiben der BaFin *Röhl*, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.), RegulierungsR, § 18, Rn 130.

⁵⁹ Zur Verwaltungsrechtsvergleichung als Methode der Rechtswissenschaft *Möllers*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR, Bd. I, § 2 Rn. 42 f.

⁶⁰ S.a. die rechtsvergleichende Bewertung und das Plädoyer für einen Ausbau der Normsetzungsbefugnisse der BaFin unter Ausbau der Öffentlichkeitsbeteiligung bei *Halfpap*, BKR 2009, 65 ff, 72; ausführlich *ders.*, Kapitalmarktaufsicht in Europa und den USA, 2008; *Pünder*, Exekutive Normsetzung, 1995; *Schädle*, Exekutive Normsetzung, 2007; *Trips*, Das Verfahren der exekutiver Rechtsetzung, 2006; *Sauer*, Funktionen der Rechtsverordnung, 2004; *Walla*, Die Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Deutschland, 2012; *Glaser*, Entwicklung des Europ. VerwVerfR aus der Perspektive der Handlungsformen, 2013.

1. Teil: Grundlegungen - Ziele, Aufbau und Aufgaben der Finanzaufsicht

Ein besonderer Bedarf nach normativem Verwaltungshandeln ist dem Finanzaufsichtsrecht zu attestieren, wenn die Finanzaufsicht zur effektiven Erfüllung ihrer Aufgaben auf ein eben solches Handeln angewiesen ist⁶¹. Effektiv ist Aufsicht, wenn sie in der Lage ist, ihr Aufgaben so zu erfüllen, dass die mit der Aufgabe verfolgten Ziele erreicht werden⁶². Dazu hat der Gesetzgeber der Verwaltung entsprechende Handlungsbefugnisse und -formen zur Verfügung zu stellen (sog. Bewirkungsauftrag⁶³).⁶⁴ Im Folgenden sollen daher zunächst die Ziele der Finanzaufsicht und ihre Aufgaben ausgebrei-

⁶¹ Vgl. allgemein zum Einflusspotential der Aufgaben der Verwaltung u.a. auf die Auswahl der Handlungsformen zu ihrer Erfüllung *Baer* in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdlg. VerwR, Bd. I, § 13 Rn. 53 ff., 77f.

⁶² Vgl. zur Differenzierung von Zielen und Aufgaben, die der Verwaltung i.d.R. vom Gesetzgeber vorgegeben werden *Baer* in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdlg. VerwR, Bd. I, § 13 Rn. 2, 12 ff., 37 ff.; für ein Verständnis von Effektivität als Grad der Zielerreichung *Gläßner*, Die Beschränkung des Vertriebs von Finanzprodukten, 2017, S. 363; *Schmidt-Aßmann*, VerwR als Ordnungsidee, 6. Kap., Rn. 64; *Maume*, ZHR 180 (2016), 358, 365; *Ruppel*, Finanzdienstleistungsaufsicht, S. 115; *Klafki*, Risiko und Recht, 2017, S. 50; ebenso *Gröpl*, VerwArch 93 (2002) 459, 463 f, der zudem darauf hinweist, dass Effektivität von Effizienz, also dem Kosten-Nutzenverhältnis einer (Aufsichts-)Maßnahme, zu unterscheiden ist. Für die Beurteilung der Effektivität einer Maßnahme kommt es nicht auch auf ihre Effizienz an, so dass auch im Folgenden keine Kosten-Nutzen-Erwägungen i.R.e. *ökonomische Analyse* des Finanzaufsichtsrechts erfolgen werden. Zur ökonomischen Analyse des Rechts statt vieler *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, 4. Aufl. 2015; *Rühl*, in: Krüper (Hrsg.), Grundlagen des Rechts, 2. Aufl. 2017, § 11, S. 217 ff.

⁶³ *Voßkuhle*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdlg. VerwR, Bd. I, § 1 Rn. 11, 17, 24; zum Begriff „Bewirkungsauftrag“ *Schmidt-Aßmann*, VerwR als Ordnungsidee, 1. Kap. Rn. 32; *ders./Schöndorf-Haubold*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdlg. VerwR, Bd. I, § 5 Rn. 6; *ders.*, DVBl 1989, 533, 535.

⁶⁴ Zur verwaltungsrechtlichen Unterscheidung nach Zielen, Aufgaben und Befugnissen *Dickschen*, Empfehlungen und Leitlinien, S. 37; s.a. *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2, 8 f.

tet werden, um daraus Erklärungsansätze⁶⁵ dafür abzuleiten (dazu der 2. Teil), dass die Finanzaufsicht zur effektiven Aufgabenerfüllung - also so dass sie ihre Ziele erreicht - auf Befugnisse zu normativem Handeln und dementsprechende Handlungsformen angewiesen ist.

A. Begriffsbestimmung: Finanzaufsicht

Mit Blick auf die undurchsichtige, eines praktischen Nutzen entbehrende Begriffsvielfalt soll in der vorliegenden Arbeit statt der teils synonym, teils differenzierend verwendeten Begriffe Finanzdienstleistungsaufsicht, Finanzmarktaufsicht oder Finanzmarktregulierung - um einige Beispiele zu nennen - vereinheitlichend der Begriff Finanzaufsicht verwendet werden⁶⁶, der im Stande scheint, all jene zu umfassen.

I. Sachlich-gegenständlich

Sektoral, also sachlich-gegenständlich, soll der Begriff die Aufsicht über Banken und andere Finanzinstitute (Bankenaufsicht)⁶⁷, über

⁶⁵ Vergleichbarer Ansatz bei *Paraschiakos*, Bankenaufsicht zwischen Risikoverwaltung und Marktbegleitung, 2017, S. 62 f m.w.N.; ebenso bei *Neus/Riepe*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 6 Rn. 19; ähnlich auch *Ruppel*, Finanzdienstleistungsaufsicht, S. 37 ff. 112 ff; s.a. *Arentz*, OWIWO DP 7/2008, S. 10; *Krämer*, Ziele, Adressaten u. Risiken der Bankenaufsicht, S. 8.

⁶⁶ Von Finanzmarktaufsicht spricht z.B. *Ohler*, in Ruffert (Hrsg.), Enzyklopädie Europarecht, Band 5, 2. Aufl. 2020, § 10; ebenfalls den Begriff der Finanzmarktaufsicht verwendend *Gurlit*, ZHR 177 (2013), 862 (865); ebenso *Röhl*, in Fehling/Ruffert (Hrsg.), RegulierungsR, § 18 Rn. 1; von Finanzdienstleistungsaufsicht sprechen etwa *Ruppel*, Finanzdienstleistungsaufsicht, S. 7 f und *Lehmer*, Integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht, 2013, S. 11 ff; den Begriff Finanzaufsicht verwenden z.B.: *Thiele*, Finanzaufsicht, 2014, S. 63 ff; *Kaufhold*, in Schmidt/Wollenschläger (Hrsg.), Öffentl. WirtschaftsR, § 14 Rn. 1, 27; *dies.*, in: Augsberg (Hrsg.), Extrajuridisches Wissen, S. 156; *Heun*, JZ 2012, 235, 236.

⁶⁷ Nachfolgend soll dieser Teilbereich der Finanzaufsicht als Bankenaufsicht bezeichnet werden. Trotz der begrifflichen Unschärfe soll Bankenaufsicht sachlich-gegenständlich aber nicht auf Banken beschränkt sein, sondern auch andere Institute erfassen. Zu den Begriffen Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut,

Versicherungen (Versicherungsaufsicht⁶⁸) und über den Wertpapierhandel (Wertpapieraufsicht⁶⁹) umfassen⁷⁰. Er entspricht insofern dem Verständnis des deutschen Gesetzgebers vom Begriff der Finanzdienstleistungsaufsicht⁷¹. Die Börsenaufsicht, die zwar auch als eine Form der Finanzaufsicht zu verstehen ist, sich aber deutlich von den anderen Bereichen der Finanzaufsicht unterscheidet⁷², wird im Rahmen dieser Arbeit ausgeklammert.

II. Institutionell

Institutionell sollen von dem Begriff Finanzaufsicht die Verwaltungsbehörden erfasst werden, die die Aufsicht in den sachlich-gegenständlich begrenzten (Teil-)Gebieten Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht ausführen. In Deutschland ist dies v.a. die BaFin⁷³. Der Begriff soll aber nicht auf die nationale Ebene verengt

CRR-Kreditinstitut § 1 KWG. Der Begriff des Finanzinstituts wird darüber hinaus entsprechend Art. 2 lit. a) VO (EU) Nr. 1092/2010 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB-VO) im Folgenden als Oberbegriff für alle Institute im Bereich der Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht verwendet; so auch *Ohler*, in Ruffert (Hrsg.), *EnzEuR*, Bd. 5, § 10, Rn. 1.

⁶⁸ Dazu § 1 I, 7 VAG.

⁶⁹ Zu den Begriffen Wertpapierdienstleistung und Wertpapiernebenleistung § 2 WpHG.

⁷⁰ *Gurilit*, ZHR 177 (2013), 862, 865; s.a. *Heun*, JZ 2012, 235, 237; s. zum Ansatz der Allfinanzaufsicht bzw. integrierten Finanzaufsicht auch *Wymeersch*, EBOR 8 (2007), S. 237, 250, 259 ff, 268 ff, 297.

⁷¹ Begriffsverwendung insbesondere in §§ 1 I 2, 4 I Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz (FinDAG), erlassen als Art. 1 des Gesetzes vom 22.04.2002, BGBl. I, S. 1310, zuletzt geändert durch Art. 4 Kreditweitmarktförderungsgesetz vom 22.12.2023, BGBl. I, Nr. 411.

⁷² *Kaufhold*, in: Schmidt/Wollenschläger (Hrsg.), *Öffentl. WirtschaftsR*, § 14 Rn. 113.

⁷³ Die Aufgabe der Bankenaufsicht teilt sich die BaFin mit der Bundesbank (BuBa). Während der BuBa die laufende Überwachung der Kreditinstitute obliegt, obliegt es der BaFin, aufgrund der Beobachtungen aufsichtsrechtliche, d.h. außenwirk-same u. rechtsverbindliche, Maßnahmen gegenüber den Instituten zu ergreifen,

werden, sondern auch die unionale Aufsichtsebene erfassen. Auf unionaler Ebene wird die Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht u.a. von den ESAs - im Einzelnen: EBA, EIOPA und ESMA - ausgeführt.⁷⁴ Institutionell soll der Begriff Finanzaufsicht daher über den deutschen Begriff der Finanzdienstleistungsaufsicht hinausgehen. Die unionalen Aufsichtsbehörden sind Teil des ESFS - European System of *Financial Supervision* -, dem auch die nationalen Aufsichtsbehörden angehören⁷⁵. Der Begriff Finanzaufsicht entspricht insoweit also dem unionsrechtlichen Begriffsverständnis *Financial Supervision* (zur Unterscheidung zwischen *supervision* und *regulation*⁷⁶ sogleich). Da der unionsrechtliche Finanzaufsichtsbegriff sachlich-gegenständlich ebenfalls die Bereiche Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht und damit den deutschen Begriff der Finanzdienstleistungsaufsicht umfasst, bietet es sich an, den Begriff Finanzaufsicht einheitlich für die nationale und unionale Aufsichtsebene zu verwenden.

III. Instrumentell

Instrumentell soll der Begriff alles Verwaltungshandeln besagter Aufsichtsbehörden umfassen, das sie auf dem sachlich-gegenständlich abgesteckten Bereich vornehmen, um ihre Aufgaben

vgl. § 7 I 2, II 5 KWG; dazu *Gurlit/Schnabel*, ZBB 2015, 349, 355; *Ohler*, in: Ehlers/Fehling/Pünder (Hrsg.), Bes. VerwR Bd. 1, § 32 Rn. 32 ff.; *Röhl*, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.), RegulierungsR, § 18, Rn. 91, 97.

⁷⁴ Zusammen mit dem ESRB und der EZB, s. dazu *Kämmerer*, NVwZ 2011, 1281 f; *Hitzer/Hauser*, BKR 2015, 52 f; *Gurlit/Schnabel*, ZBB 2015, 349, 350 f; *Schuster*, EuZW-Beilage 2014, 3 ff; *Heun*, JZ 2012, 235, 238 f.

⁷⁵ Jeweils Art. 2 I, II b) -d) u. f) EBA, EIOPA- u. ESMA-VO; s.a. *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2, 3.

⁷⁶ So insb. The High-level Group of Financial Supervision in the EU, chaired by *de Larosière* - Report, 25.2.2009, Rn. 38, abrufbar unter https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/de_larosiere_report_de.pdf?27ac25e3e0132be567ddc3fa2590d579 zuletzt am 24.06.2024.

zu erfüllen und so ihre vorgegebenen Ziele zu erreichen (dazu sogleich). Auch wenn Gegenstand der Untersuchung nur verbindliches normatives Verwaltungshandeln mit Regelungs- und Außenwirkung sein wird⁷⁷, umfasst der Begriff der Finanzaufsicht im Grundsatz sowohl verbindliche wie unverbindliche⁷⁸ Maßnahmen der bloßen Beobachtung und Überprüfung⁷⁹, des Normvollzugs im Einzelfall⁸⁰ sowie exekutive Normsetzung⁸¹. Er erfasst damit alle Stufen der Aufsicht: Beobachtung, Überprüfung, Einwirkung⁸², einschließlich der Aufsicht in Form von Regulierung⁸³. Obgleich sich der Begriff der Regulierung auch im Finanzaufsichtsrecht etabliert hat⁸⁴, fehlt es an

⁷⁷ Zu dieser Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes bereits Einl. C. I.

⁷⁸ Zu Maßnahmen die sich zwischen Unverbindlichkeit und Verbindlichkeit bewegen wie die Rundschreiben der BaFin oder Leitlinien und Empfehlungen der ESAs bereits *Fekonja*, BaFin-Verlautbarungen, 2014; *Frank*, Leitlinien und Empfehlungen, 2012; *Dickschen*, Empfehlungen und Leitlinien, 2017; *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, 2017; s. dazu auch schon Einl. B. I.

⁷⁹ Etwa die Beobachtung des Finanzsystems im Ganzen durch das European Systemic Risk Board (ESRB) auf unionaler oder den Ausschuss für Systemstabilität (AFS) auf nationaler Ebene und das darauffolgende Aussprechen einer Empfehlung oder Warnung, s. dazu *Kaufhold*, DV 49 (2016), 339, 343; *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1218 f; *dies./Schnabel*, ZBB 2015, 349, 351 ff; s. auch noch unten C.I. und II.1.

⁸⁰ Wie etwa ein auf eine Warnung des AFS oder ESRB folgendes Verbot eines bestimmten Finanzprodukts durch die BaFin nach § 15 WpHG i.V.m. Art. 42 MiFIR oder durch die ESMA nach Art. 40 MiFIR; s. dazu schon Fn. 35.

⁸¹ Etwa die zahlreichen Verordnungserlasse der BaFin (s. bereits Fn. 16) oder der Erlass technischer Standards und Regulierungsstandards in der Form von delegierten bzw. Durchführungsverordnungen durch die Kommission und die Beteiligung der ESAs am Rechtsetzungsverfahren (s. bereits Fn. 21).

⁸² Ausführlich dazu *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 11-25 m.w.N., 27 f; *Hecker*, Marktoptimierende Wirtschaftsaufsicht, S. 14 ff.

⁸³ Auf eine weitere begriffliche Differenzierung zwischen Aufsicht, Kontrolle, Überwachung und Lenkung wird verzichtet; s. dazu *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 46 ff.; *Hecker*, Marktoptimierende Wirtschaftsaufsicht, S. 16, 21 ff; *Ruthig/Storr*, Öffentl. WirtschaftsR, Rn. 22 f.; s.a. *Kaufhold*, in: Schmidt/Wollenschläger (Hrsg.), Öffentl. WirtschaftsR, § 14 Rn. 1 Fn. 1 m.w.N.

⁸⁴ Den Begriff der Regulierung verwendet etwa *Ohler*, in Ruffert (Hrsg.), EnzEuR Bd. 5, § 10, Rn. 3 ff.; *Ruthig/Storr*, Öffentl. WirtschaftsR, Rn. 25, 496 ff.; *Bumke*, DV 41 (2008), 227; kritisch zum Begriff der Finanzmarktregulierung *Gurlit*, ZHR 177 (2013), 862, 868.

einer klaren inhaltlichen Prägung⁸⁵. Ganz allgemein kann man unter Regulierung die hoheitliche Setzung von allgemeinen Regeln zur zielgerichteten Steuerung der Tätigkeit von Wirtschaftsteilnehmern verstehen⁸⁶. In einem engeren Sinne meint Regulierung dabei die Regelsetzung durch den parlamentarischen Gesetzgeber⁸⁷. Regulierung ist insoweit gerade als Gegenstück und Voraussetzung der Aufsicht - verstanden als der sich an die allgemeine Regelsetzung anschließende Vollzug im Einzelfall - zu begreifen⁸⁸. In diesem Sinne ist also gerade zwischen Regulierung (regulation) und Aufsicht (supervision) als Normgebung und Normdurchsetzung zu unterscheiden⁸⁹. Allerdings können auch Aufsichtsbehörden zur Konkretisierung des parlamentarisch verantworteten Rechts allgemeine

⁸⁵ *Siekmann*, in: Scherzberg/Dogan/Can (Hrsg.), Staatliche Finanzmarktregulierung und Eigentumsschutz, 2010, S. 38; *Gläßner*, Beschränkung von Finanzprodukten, S. 93; *Bumke*, DV 41 (2008), 227, 228 f m.w.N. zu verschiedenen Regulierungsbegriffen.

⁸⁶ Vgl. *Ohler*, in Ruffert (Hrsg.), EnzEuR Bd. 5, § 10, Rn. 3 m.w.N.; *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 51 f. spricht insoweit vom weiten Regulierungsbegriff in Abgrenzung vom engsten (Privatisierungsfolgenrecht) und engen (Marktoptimierung); *Gläßner*, Beschränkung von Finanzprodukten, S. 93 ff. auch zur Entwicklung des bzw. der Regulierungsbegriffe; zu weiteren Regulierungsbegriffen vgl. auch *Eifert*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdLg. VerwR, Bd. I, § 19 Rn. 1 ff., 5; enger etwa *Röhl*, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.), RegulierungsR, § 18 Rn. 35 ff., der die Elemente der Wettbewerbs- und Preisbildung für begriffskonstituierend hält.

⁸⁷ *Gläßner*, Beschränkung von Finanzprodukten, S. 109; a.A. wohl *Ruthig/Storr*, Öffentl. WirtschaftsR, Rn. 23, 26, die umgekehrt behördliche Kontrolle im Einzelfall als zentralen Aspekt von Regulierung verstehen.

⁸⁸ Vgl. *Ohler*, in Ruffert (Hrsg.), EnzEuR Bd. 5, § 10, Rn. 3; für diese Unterscheidung von *regulation* und *supervision* auch *Wymeersch*, EBOR 8 (2007), 237, 242; *ders.*, ZGR 2011, 433, 448.

⁸⁹ Zu dieser kategorialen Unterscheidung auch *Gurlit*, ZHR 177 (2013), 862, 868; *Siekmann*, in: Scherzberg/Dogan/Can (Hrsg.), Staatliche Finanzmarktregulierung und Eigentumsschutz, S. 38; The High-level Group of Financial Supervision in the EU, chaired by *de Larosière* - Report, 25.2.2009, abrufbar unter https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/de_larosiere_report_de.pdf?27ac25e3e0132be567ddc3fa2590d579 zuletzt abgerufen am 24.06.2024), Rn. 38; *Wymeersch*, ZGR 2011, 433, 448.

Rechtssätze sowohl ohne als auch mit Außenwirkung erlassen⁹⁰. Gerade im Grenzbereich zu letzteren liegt der Schwerpunkt der Untersuchung. Auch wenn diese behördliche Rechtsetzung bei einem weiten Begriffsverständnis unter Regulierung gefasst werden kann⁹¹, geht es auch insoweit um die Anwendung von zunächst vom Parlament vorgegebenen gesetzlichen Regelungen. Es handelt sich daher nicht um Regulierung im engeren Sinne, sondern vielmehr um Aufsicht durch behördliche Regulierung, die damit den aufsichtlichen Charakter der Verwaltungstätigkeit nicht einbüßt. Daher ist Finanzaufsicht als Oberbegriff unter Einschluss behördlicher Regulierung als einer Aufsichtsform, die sich durch den Einsatz normativer Handlungsformen der Exekutive auszeichnet, dem Begriff der Finanzregulierung vorzuziehen⁹².

B. Die Ziele des Finanzaufsichtsrechts: Finanzsystemstabilität, Funktionsschutz und Kundenschutz

Die so verstandene Finanzaufsicht setzt sich aus der institutsbezogenen Banken- und Versicherungs- sowie der marktbezogenen Wertpapieraufsicht zusammen⁹³. Die Ziele dieser Finanzaufsicht

⁹⁰ Vgl. *Ohler*, in Ruffert (Hrsg.), *EnzEuR* Bd. 5, § 10, Rn. 3 m.w.N.; vgl. auch *Röhl*, in: *Fehling/Ruffert* (Hrsg.), *RegulierungsR*, § 18 Rn. 42 f. sieht den Normsetzungsprozess als Strukturmerkmal des Regulierungsrechts an.

⁹¹ *Gläßner*, *Beschränkung von Finanzprodukten*, S. 110.

⁹² Insgesamt gegen die Verwendung des Regulierungsbegriffs *Siekmann*, in: *Scherzberg/Dogan/Can* (Hrsg.), *Staatliche Finanzmarktregulierung und Eigentumsschutz*, S. 39; a.A. *Röhl*, in: *Fehling/Ruffert* (Hrsg.), *RegulierungsR*, § 18 Rn. 39 ff; allgemein für ein Verständnis von Regulierung als Erscheinungsform der Wirtschaftsaufsicht *Ruthig/Storr*, *Öffentl. WirtschaftsR*, Rn. 23, 26; für eine Verwendung des Begriffs der Finanzmarktregulierung als eine normative Handlungsform der Finanzaufsicht *Gurlit*, *ZHR* 177 (2013), 862, 868; *Wymeersch*, *ZGR* 2011, 443, 448.

⁹³ So etwa *Röhl*, in: *Fehling/Ruffert* (Hrsg.), *RegulierungsR*, § 18 *Finanzmarktauf-sicht*, Rn 1 ff; ebenfalls zur Unterscheidung instituts- und marktbezogen *Lehmer*, *Integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht*, S. 54 ff; *Gurlit*, *ZHR* 177 (2013), 862,

sind der Funktionsschutz einschließlich der Finanzsystemstabilität und der Kundenschutz.⁹⁴

Der Grund für die Existenz einer mit den genannten Zielen beauftragten Finanzaufsicht ist darin zu sehen, dass das Finanzsystem - das sich aus Finanzinstituten, -akteuren, -kunden, -märkten und -produkten zusammensetzt⁹⁵ - für die Volkswirtschaft essenzielle Funktionen erfüllt, die funktionierende Finanzinstitute und Finanzmärkte sowie das Vertrauen der Kunden voraussetzen.⁹⁶ Es ist daher schutzwürdig und -bedürftig.

865 f; vgl. auch *Kaufhold*, in: Schmidt/Wollenschläger (Hrsg.), *Öffentl. WirtschaftsR*, § 14 Rn. 31 ff., 49 ff.

⁹⁴ Vgl. mit z.T. abweichender Terminologie *Gurlit*, *ZHR* 177 (2013), 862, 866; *dies.*, in: Grünberg/Habersack/Mülbert/Wittig (Hrsg.), *Bankrechtstag 2015*, S. 6; *Ohler*, in: Ehlers/Fehling/Pünder (Hrsg.), *Bes. VerwR Bd. 1*, § 32 Rn. 13 ff., 16 ff.; *Neus/Riepe*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), *Hdb. BankenaufsichtsR*, § 6 Rn. 22; *Röhl*, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.), *RegulierungsR*, § 18 Rn. 13 ff.; *Lemmer*, *Integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht*, S. 210 ff.; *Thiele*, *Finanzaufsicht*, S. 91 ff., 97 ff.; *Kaufhold*, in: Schmidt/Wollenschläger (Hrsg.), *Öffentl. WirtschaftsR*, § 14 Rn. 1, 27; *Michael*, in: Ehlers/Fehling/Pünder (Hrsg.), *Bes. VerwR Bd. 1*, § 33 Rn. 7 f.; *Bumke*, *DV* 41 (2008), 227, 235; s.a. *Heun*, *JZ* 2012, 235, 236 f.

Der Begriff Kunde soll als Oberbegriff für Fremdkapitalgeber verwendet werden und Einleger, (professionelle und Klein-) Anleger sowie Versicherungsnehmer, jeweils als Verbraucher, Unternehmer, natürliche und juristische Personen erfassen. Der Begriff Kunde kann damit auch Finanzinstitute in ihrer Eigenschaft als Kapitalgeber etwa auf dem Interbankenmarkt sowie Wertpapierfirmen und Versicherungsgesellschaften erfassen, vgl. *Mülbert/Sajnovits*, *ZfPW* 2016, 1, 27; vgl. auch Anhang II Art. I Abs. 1 MiFID II. Zum Begriff Kunde, professioneller Kunde und Privatkunde bzw. Kleinanleger § 67 I, II, III WpHG, Art. 4 I Nr. 9, 10 u. 11 MiFID II; zu den Begriffen Verbraucher und Unternehmer §§ 13 f. BGB; ebenfalls für die Verwendung des Oberbegriffs Kunde bzw. Fremdkapitalgeber *Ohler*, in: *Ruffert* (Hrsg.), *EnzEuR Bd. 5*, § 10 Rn. 2, 25.

⁹⁵ Vgl. *Gurlit*, *WM* 2015, 1217, 1218; vgl. *Schinasi*, *IMF WP/04/187*, S. 6; s.a. Art. 2 lit. d ESRB-VO.

⁹⁶ Vgl. *Burghof/Rudolph*, *Bankenaufsicht*, S. 17, 18; s.a. *Krämer*, *Ziele, Adressaten u. Risiken der Bankenaufsicht*, S. 94 f.; *Kaufhold*, in: *Augsberg* (Hrsg.), *Extrajuridisches Wissen*, S. 151 (156 ff.); i.E. auch *Ruthig/Storr*, *Öffentl. WirtschaftsR*, Rn. 495; vgl. auch *Ohler*, in: Ehlers/Fehling/Pünder (Hrsg.), *Bes. VerwR Bd. 1*, § 32 Rn. 1, 16 f.; s.a. *Röhl*, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.), *RegulierungsR*, § 18 Rn. 7, 9, 11, 13, der ebenfalls auf das Risiko der Labilität des Finanzmarktes als Gemeinsamkeit der Teilgebiete der Finanzaufsicht abstellt; *Paraschiakos*, *Bankenaufsicht*

I. Die Bedeutung des Finanzsystems für die Volkswirtschaft

Das Finanzsystem ist schutzwürdig wegen seiner Bedeutung für die Volkswirtschaft. Es erfüllt für jede Volkswirtschaft essenzielle Funktionen wie die Zahlungsverkehrsfunktion, die Preisbildungsfunktion, die Kreditfunktion und insbesondere die Vermittlungs- und Transformationsfunktion (sog. Finanzintermediation)⁹⁷. Mit diesen Funktionen - insbesondere der Finanzintermediation - versorgt die Finanzwirtschaft die Realwirtschaft mit dem benötigten Kapital.⁹⁸ Sie werden v.a. von Finanzinstituten durch die klassische

zwischen Risikoverwaltung und Marktbegleitung, S. 14; *Kohtamäki*, Reform der Bankenaufsicht in der EU, 2012, S. 23; s.a. *Fischer/Krolop*, in: *Fischer/Schulte-Mattler* (Hrsg.), KWG, CRR-VO, Einf. KWG Rn. 255 ff; *Wymeersch*, EBOR 8 (2007), S. 237, 243.

⁹⁷ Zu diesen - insbesondere den Transformationsfunktionen - und weiteren Funktionen von Banken, *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 1, 4 ff.; s.a. *Knütter/Mohr*, Diskussionsbeiträge der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der FernUniversität Hagen, Nr. 432, Dez. 2008, S. 7, 13 f.; ebenfalls zu diesen und weiteren Funktionen des Banken- u. Kapitalmarkts *Wilhelmi*, ZVglRWiss 116 (2017) 298 f.; s.a. *Neus/Riepe*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 6 Rn. 3 ff.; *Ohler*, in *Ruffert* (Hrsg.), EnzEuR Bd. 5, § 10 Rn. 23 f.; *ders.*, in: *Ehlers/Fehling/Pünder* (Hrsg.), Bes. VerwR Bd. 1, § 32 Rn. 16, 24; *Kaufhold*, in *Schmidt/Wollenschläger* (Hrsg.), Öffentl. WirtschaftsR, § 14 Rn. 2 ff.; *Paraschakos*, Bankenaufsicht zwischen Risikoverwaltung und Marktbegleitung, S. 10 f., 13 m.w.N.; *Heun*, JZ 2012, 235, 236; *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 91 ff, 109 ff., 114 ff. Ein weiterer Aspekt der gesamtwirtschaftlichen Bedeutung von Banken besteht im *delegated monitoring* (Transaktions- u. Informationskostenargument), dazu wiederum *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 9, 14 ff.; vgl. auch *Crockett*, De Economist 144 (1996) No. 4, S. 531, 534 f.; *Heun*, JZ 2012, 235; *Krämer*, Ziele, Adressaten u. Risiken der Bankenaufsicht, S. 82.

⁹⁸ *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 4; *Arentz*, OWIWO DP 7/2008, S. 4 f, 17 f; s.a. *Crockett*, De Economist 144 (1996) No. 4, S. 531; *Krämer*, Ziele, Adressaten u. Risiken der Bankenaufsicht, S. 71; *Knütter/Mohr*, Diskussionsbeiträge der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der FernUniversität Hagen, Nr. 432, Dez. 2008, S. 7, 13 f; *Padoa-Schioppa*, Regulating Finance, 2004, S. 110; vgl. auch *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 72 f., 114 ff.; EG (1) ESRB-VO; *Kaufhold*, in: *Schmidt/Wollenschläger* (Hrsg.), Öffentl. WirtschaftsR, § 14 Rn. 3; s.a. *Bumke*, DV 41 (2008), 227, 230; *Fischer/Boegl*, in: *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 6. Aufl. 2022, § 110 Rn. 36; auch zur operativen und institutionellen Funktionsfähigkeit *Seiler/Geier*, in: *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), BankR-Hdb, § 83

Kreditintermediation in Gestalt von Einlagen- und Kreditgeschäften erbracht. Finanzinstitute treten dabei nicht nur als Vermittler zwischen Kreditgeber und -nehmer auf (Vermittlungsfunktion), sondern überbrücken gleichzeitig deren divergierende Interessen hinsichtlich Losgrößen, Risiken und Fristen (Transformationsfunktionen).⁹⁹

Jedenfalls partiell werden die Funktionen ebenso durch Finanzinstrumente erbracht, die auf den Finanzmärkten gehandelt werden und insoweit auch durch Versicherungsunternehmen.¹⁰⁰ So führen nicht nur Finanzinstitute Kapitalgeber und -nehmer zusammen. Versicherungen leisten Finanzintermediation, indem sie Prämien ihrer Kunden entgegennehmen, um sie in Wertpapieren und anderen Finanzinstrumenten (§ 2 IV WpHG) anzulegen¹⁰¹. Die Versicherungen sind dabei die wichtigsten Kapitalsammelstellen und Refinanzierungsquellen für den Bankensektor und haben dadurch eine

Rn. 74 ff.; *Heun*, JZ 2012, 235; *Fischer/Krolop*, in: *Fischer/Schulte-Mattler* (Hrsg.), KWG, CRR-VO, Einf. KWG Rn. 258.

⁹⁹ *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 4; *Krämer*, Ziele, Adressaten u. Risiken der Bankenaufsicht, S. 74, 77 ff; *Ohler*, in *Ruffert* (Hrsg.), *EnzEuR* Bd. 5, § 10 Rn. 23 f.; *ders.*, in: *Ehlers/Fehling/Pünder* (Hrsg.), *Bes. VerwR* Bd. 1, § 32 Rn. 24; *Paraschakos*, Bankenaufsicht zwischen Risikoverwaltung und Marktbegleitung, S. 11; *Neus/Riepe*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), *Hdb. BankenaufsichtsR*, § 6 Rn. 3 f.; zu den Begriffen Einlagen- und Kreditgeschäft § 1 I 2 Nr. u. 2 KWG; *Heun*, JZ 2012, 235 f.

¹⁰⁰ *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 4; s.a. *Crockett*, *De Economist* 144 (1996) No. 4, S. 531, 540 f; *Wilhelmi*, *ZVgIRWiss* 116 (2017) 298; *Seiler/Geier*, in: *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *BankR-Hdb*, § 83 Rn. 74; *Burn/Greene*, *CMLJ*, 11 (2016), S. 340, 343; *Ohler*, in *Ruffert* (Hrsg.), *EnzEuR* Bd. 5, § 10 Rn. 23; *Heun*, JZ 2012, 235. Mit dem Begriff Finanzmarkt sollen allgemein alle Märkte (Geld-, Kapital-, Derivate-, Devisenmärkte) gemeint sein, auf denen Kapital von Kapitalgebern zu Kapitalnehmern fließt, also nicht nur der Geldmarkt der Banken für Einlagen- und Kreditgeschäfte, sondern ebenso Märkte, auf denen andere Finanzprodukte und -dienstleistungen wie z.B. Derivate und andere Wertpapiere sowie Versicherungen angeboten werden, s. zu den Marktbegriffen *Burn/Greene*, *CMLJ*, 11 (2016), S. 340, 341; *Mülbert/Sajnovits*, *ZfPW* 2016, 1, 23; *Schlimbach*, *Leerverkäufe*, 2015, S. 35.

¹⁰¹ *Ohler*, in *Ruffert* (Hrsg.), *EnzEuR* Bd. 5, § 10, Rn. 23; s.a. *Walla*, *Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Dtl.*, S. 38 f.

direkte Finanzierungsfunktion für Kreditinstitute und eine indirekte für Unternehmen¹⁰². Aber auch ein funktionsfähiger Kapitalmarkt, der neben der Kreditaufnahme bei einer Bank alternative Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten bereitstellt, erbringt dieselben Transformationsleistungen wie das klassische Bankgeschäft und bewirkt so, dass in Finanzprodukten wie Krediten, Anleihen, Lebensversicherungen oder Fondsanteilen angelegtes Kapital systematisch zu den Projekten gelangt, die aus wohlfahrtsökonomischer Sicht den größten Mehrwert für die Gesellschaft bringen (Finanzintermediation i.w.S.).¹⁰³ Im Übrigen beschränkt sich auch die Finanztätigkeit von Finanzinstituten nicht auf das klassische Einlagen- und Kreditgeschäft. Gerade auch sie vermitteln auf dem Finanzmarkt privaten und institutionellen Kunden Anlagen, emittieren Wertpapiere für Dritte und betreiben Kommissionsgeschäfte und Eigenhandel mit Wertpapieren¹⁰⁴.

Durch die Transformationsfunktionen i.R.d. Kreditintermediation können kleine, risikoarm und kurzfristig ein- bzw. angelegte Kapitalbeträge gepoolt und als große, risikoreichere, langfristige Kredite bzw. Investitionen weitergegeben werden und *vice versa*.¹⁰⁵ Eine

¹⁰² S. Zirkler/Hofmann/Schmolz, Basel III in der Unternehmenspraxis, 2015, S. 33.

¹⁰³ Gläßner, Beschränkung von Finanzprodukten, S. 20 m.w.N; Kaufhold, in: Schmidt/Wollenschläger (Hrsg.), Öffentl. WirtschaftsR, § 14 Rn. 3, 4; Burn/Greene, CMLJ, 11 (2016), S. 340, 343, 348 f; Heun, JZ 2012, 235 f; auch Neus/Riepe, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 6 Rn. 5; s.a. Mülbert, ZHR 177 (2013) 160, 172; Junker, Gewährleistungsaufsicht, S. 65 f.; Schlimbach, Leerverkäufe, S. 35 f; Walla, Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Dtlid., S. 38 f.

¹⁰⁴ Paraschiakos, Bankenaufsicht zwischen Risikoverwaltung und Marktbegleitung, S. 13 f.; Brümer/Gischer/Richter, in: Oberrender (Hrsg.), Reform der Finanzmarktregulierung, 2011, S. 18; Thiele, Finanzaufsicht, S. 129 ff.

¹⁰⁵ Ausführlicher Burghof/Rudolph, Bankenaufsicht, S. 5 ff; Krämer, Ziele, Adressaten u. Risiken der Bankenaufsicht, S. 83 ff; Neus/Riepe, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 6 Rn. 3 f.; Kaufhold, in: Schmidt/Wollenschläger (Hrsg.), Öffentl. WirtschaftsR, § 14 Rn. 3 f.; Heun, JZ 2012, 235, 236.

Finanzwirtschaft, die insbesondere diese Funktionen sicher erfüllt, bewirkt positive Wohlfahrtseffekte für die gesamte Volkswirtschaft. Denn sie ermöglicht dadurch nicht nur die Unternehmensfinanzierung und damit Wirtschaftswachstum, das Arbeitsplätze schafft und die Prosperität der Gesellschaft gewährleistet, sondern sie ermöglicht auch dem Staat, die Wahrnehmung seiner Aufgaben zu finanzieren¹⁰⁶. Nicht zuletzt ermöglicht sie in Zeiten einer sich wandelnden Altersstruktur, in denen die staatliche Rentenversicherung für die einzahlende Generation keine angemessene Vorsorge zu leisten im Stande ist, die Finanzierung einer privaten Altersvorsorge¹⁰⁷. Aus dieser essenziellen Bedeutung des Finanzsystems für die Volkswirtschaft folgt eine besondere Schutzwürdigkeit des Finanzsystems, der der Gesetzgeber im öffentlichen Interesse mit der Existenz des Finanzaufsichtsrechts Rechnung zu tragen hat¹⁰⁸.

II. Die Erreichung der Aufsichtsziele als Funktionsvoraussetzungen des Finanzsystems

Die Erreichung der Aufsichtsziele Funktionsschutz, Systemstabilität und Kundenschutz sind nun Voraussetzungen dafür, dass das

¹⁰⁶ Thiele, *Finanzaufsicht*, S. 72 ff., 91; Gläßner, Beschränkung von Finanzprodukten, S. 20 f.; Paraschiakos, *Bankenaufsicht zwischen Risikoverwaltung und Marktbeileitung*, S. 12 f.; Burn/Greene, CMLJ, 11 (2016), S. 340, 344 f insb. zur Finanzierung kleiner und mittelständischer Unternehmen (KMUs); s.a. Arentz, OWIWO DP 7/2008, S. 5; s.a. Schinasi, IMF WP/04/187, S. 5; so z.T. etwa auch EG (1) ESRB-VO; allgemein Neus/Riepe, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), *Hdb. Bankenaufsicht*, § 6 Rn. 5; Schlimbach, *Leerverkäufe*, S. 35 f.

¹⁰⁷ Burghof/Rudolph, *Bankenaufsicht*, S. 1; Burn/Greene, CMLJ 11 (2016), 340, 346 f.; Thiele, *Finanzaufsicht*, S. 78 f., 91; Gläßner, *Beschränkung von Finanzprodukten*, S. 21; Mülbart, ZHR 177 (2013) 160, 172; Junker, *Gewährleistungsaufsicht*, S. 65.

¹⁰⁸ Burghof/Rudolph, *Bankenaufsicht*, S. 17 f.; s.a. Crockett, *De Economist* 144 (1996) No. 4, S. 531, 550 f.; Krämer, *Ziele, Adressaten u. Risiken der Bankenaufsicht*, S. 94 f., 121; Kohtamäki, *Bankenaufsicht in der EU*, S. 23; Heun, JZ 2012, 235, 236; vgl. auch Calliess, VVDStRL 71 (2012), 113, 119.

Finanzsystem seine Funktionen für die Volkswirtschaft beständig erfüllt. Ist das Finanzsystem stabil, kann es trotz wechselseitiger Abhängigkeiten und Ansteckungseffekte zwischen Finanzinstituten und auf den Finanzmärkten (Systemschutz) seine Funktionen - insbesondere die Finanzintermediation zur Versorgung der Realwirtschaft - auch in Krisensituationen erfüllen und damit dauernd positive Wohlfahrtseffekte bewirken und Wohlstandsverluste vermeiden.¹⁰⁹ Dies erfordert sowohl eine beständige Funktionsfähigkeit der Institute und Finanzmärkte - insbesondere ihre Solvenz und Liquidität - (Funktionsschutz), als auch das Vertrauen der Kunden (Kundenschutz).¹¹⁰

Die Fähigkeit der Finanzwirtschaft, ihre Funktionen zu erfüllen, und die damit einhergehenden Wohlfahrtseffekte hängen vom Vertrauen der Kunden ab. Einleger und Anleger stellen ihre Finanz-

¹⁰⁹ Es existiert keine allgemeingültige Definition für Finanzsystemstabilität. Viele Autoren verwenden eine Negativbestimmung (Finanzsysteminstabilität). Ein positiver Definitionsversuch, an dem sich maßgeblich orientiert wird, findet sich bei *Schinasi*, IMF WP/04/187, S. 3, 6, 8, 10 und 13 ff. mit einem Überblick alternativer Definitionen insb. verschiedener Aufsichtsbehörden; dazu auch *Arentz*, O-WIWO DP 7/2008, S. 10 f.; ebenfalls *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 37, 191; s.a. mit weiteren Definitionsversuchen *Knütter/Mohr*, Diskussionsbeiträge der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der FernUniversität Hagen, Nr. 432, Dez. 2008, S. 14 ff., 16, die i.E. allerdings einem anderen Ansatz folgen; vgl. hingegen weiter mit Teilübereinstimmungen insb. *Ohler*, in Ruffert (Hrsg.), *EnzEuR* Bd. 5, § 10, Rn. 80 f.; *ders.*, Bankenaufsicht und Geldpolitik in der Währungsunion, 2015, § 3 Rn. 41 f.; *Padoa-Schioppa*, *Regulating Finance*, S. 110; vgl. auch *Kohtamäki*, Bankenaufsicht in der EU, S. 23 f.; Deutsche Bundesbank, *Finanzstabilitätsbericht*, 2010, S. 7; ECB, *Financial Stability Review*, December 2009, S. 9; einfacher *Crockett*, *De Economist*, 144 (1996), No. 4, S. 531, 532.

¹¹⁰ *Kaufhold*, in: *Augsberg* (Hrsg.), *Extrajuridisches Wissen*, S. 151, 157; *dies.*, in: *Schmidt/Wollenschläger* (Hrsg.), *Öffentl. WirtschaftsR*, § 14, Rn. 27; *Röhl*, in: *Fehling/Ruffert* (Hrsg.), *RegulierungsR*, § 18 Rn. 13 ff.; *Fischer/Boegl*, in: *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *BankR-Hdb*, § 110 Rn. 40; *Lemmer*, *Integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht*, S. 226 ff.; *Kohtamäki*, *Bankenaufsicht in der EU*, S. 20 ff.; *Heun*, *JZ* 2012, 235, 236 f.; *Wymeersch*, *EBOR* 8 (2007), S. 237, 243; s.a. *Hopt*, *Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken*, 1975, S. 52, der das Bild kommunizierender Röhren geprägt hat.

mittel nur solange zur Verfügung, wie sie in die Zahlungsfähigkeit ihres Kreditinstituts oder anderer Finanzmarktakteure (Versicherungen, Wertpapierfirmen, etc.) und damit auf die Rückzahlung ihrer Vermögenswerte vertrauen.¹¹¹ Verlieren Einleger - infolge begründeter oder unbegründeter negativer Nachrichten - ihr Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit ihres Finanzinstituts und ziehen simultan ihr Kapital zurück (*bankrun*), kann dies zur Zahlungsunfähigkeit zunächst nur einer einzelnen Bank führen, die dann aber weitere mit sich reißt.¹¹² Verlieren Anleger das Vertrauen in die Finanzmärkte und ziehen ihre Investitionen von diesen zurück, verringert sich dessen Liquidität. Im einen wie im anderen Fall wird letztlich die Unternehmensfinanzierung beeinträchtigt, was zu volkswirtschaftlichen Schäden führen kann.¹¹³ Zwischen Finanzinstituten bestehen sowohl auf dem klassischen Geldmarkt (*Interbankenmarkt*), auf dem das begrenzte Zentralbankgeld zwischen den Banken ausgeglichen wird, als auch auf den Märkten für Wertpapie-

¹¹¹ Siehe *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 19 f. auch zu einzelnen Gründen der Vertrauensabhängigkeit; s.a. *Schinasi*, IMF WP/04/187, S. 5; *Mülbert/Sajnovits*, ZfPW 2016, 1, 14 f., 23 f.; *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 79, 97 f.; vgl. auch *Kaufhold*, ZG 2017, 18, 23, 29; *dies.*, in: Schmidt/Wollenschläger (Hrsg.), Öffentl. WirtschaftsR, § 14 Rn. 6, 27; s.a. *Röhl*, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.), RegulierungsR, § 18 Rn. 10 f.; vgl. *Bumke*, DV 41 (2008), S. 231 f.; *Fischer/Boegl*, in: Ellenberger/Bunte (Hrsg.), BankR-Hdb, § 110 Rn. 38; *Heun*, JZ 2012, 235, 237; *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 192; *Ruppel*, Finanzdienstleistungsaufsicht, S. 114.

¹¹² *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 20 ff., 24, 121 auch mit Beispielen für berechnete und unberechnete negative Nachrichten; *Krämer*, Ziele, Adressaten u. Risiken der Bankenaufsicht, S. 102 ff.; s.a. die modelltheoretische Analyse von *Diamond/Dybvig*, JPE 91 (1983), No. 3, S. 401, 403, 404, 410; *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 79 ff., 82, 83 ff.; *Kaufhold*, in: Schmidt/Wollenschläger (Hrsg.), Öffentl. WirtschaftsR, § 14 Rn. 6, 27; *Fischer/Boegl*, in: Ellenberger/Bunte (Hrsg.), BankR-Hdb, § 110 Rn. 38; allgemein *Mülbert/Sajnovits*, ZfPW 2016, 1, 4; *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 193 f.

¹¹³ *Gläßner*, Beschränkung von Finanzprodukten, 21; s.a. *Bumke*, DV 41 (2008), 227, 231; s.a. *Crockett*, De Economist 144 (1996) No. 4, S. 531, 536, 540 ff., 546; s. noch zu den volkswirtschaftlichen Schäden von bank runs *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 21 f.; *Paraschiakos*, Bankenaufsicht zwischen Risikoverwaltung und Marktbegleitung, 2017, S. 89; *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 91 f.

re und Finanzderivate regionale, nationale, europäische bis hin zu globalen Verflechtungen.¹¹⁴ Insbesondere ist der Bankensektor auch eng mit dem Versicherungssektor verwoben, da Versicherungen die wichtigsten Kapitalsammelstellen und Refinanzierungsquellen von Banken sind¹¹⁵. Aufgrund dieser Interdependenzen kann die Zahlungsunfähigkeit einzelner Institute weitere Institute anstecken (*contagion effect*) - etwa, weil kreditgebende gegenüber insolventen Instituten ihre Forderungen abschreiben müssen. Dies kann auch deren Zahlungsunfähigkeit bewirken (*Dominoeffekt*) und so zum Zusammenbruch des ganzen Finanzsystems führen.¹¹⁶ Nicht erst die Ansteckung, sondern bereits ihre Gefahr kann zum Ausfall der Kreditvergabe unter den Instituten führen (*credit crunch*) und nicht nur notleidenden, sondern auch gesunden Instituten damit die Möglichkeit der Refinanzierung nehmen.¹¹⁷ Da die Kunden die von ihren Instituten eingegangenen Risiken nur schwer beurteilen können und infolge der für sie häufig undurchsichtigen Verbindungen zwi-

¹¹⁴ Auch zu weiteren Vernetzungen *Crockett*, *De Economist* 144 (1996) No. 4, S. 531, 538 f., 564; s.a. *Burghof/Rudolph*, *Bankenaufsicht*, S. 22, 24; *Arentz*, OWIWO DP 7/2008, S. 8; *Thiele*, *Finanzaufsicht*, S. 83 f.; s.a. *Walla*, *Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Dtl.*, S. 40.

¹¹⁵ *S. Zirkler/Hofmann/Schmolz*, *Basel III in der Unternehmenspraxis*, S. 33; *Wy-meersch*, *EBOR* 8 (2007), S. 237, 259.

¹¹⁶ *Burghof/Rudolph*, *Bankenaufsicht*, S. 21 f, 23 f.; *Arentz*, OWIWO DP 7/2008, S. 7; *Krämer*, *Ziele, Adressaten u. Risiken der Bankenaufsicht*, S. 97, 99; anschaulich am Beispiel der Finanzkrise *Pfisterer*, *Neue Regelungen der MiFID II zum Anlegerschutz*, S. 3 f; *Paraschiakos*, *Bankenaufsicht zwischen Risikoverwaltung und Marktbegleitung*, S. 20 ff. auch zu weiteren Ansteckungskanälen; *Thiele*, *Finanzaufsicht*, S. 85 ff.; *Rehm*, *KuK* 44 (2011) 317, 318 m.w.N.; *Ohler*, in: *Ehlers/Fehling/Pünder* (Hrsg.), *Bes. VerwR Bd. 1*, § 32 Rn. 17; *ders.*, *DVBl* 2011, 1061, 1063; *Röhl*, in: *Fehling/Ruffert* (Hrsg.), *RegulierungsR*, § 18 Rn. 11; *Brümer/Gischer/Richter*, in: *Oberrender* (Hrsg.), *Reform der Finanzmarktregulierung*, S. 23; *Schlimbach*, *Leerverkäufe*, S. 194.

¹¹⁷ *Arentz*, OWIWO DP 7/2008, S. 8; vgl. *Thiele*, *Finanzaufsicht*, S. 86 f.; s.a. *Ohler*, in: *Ehlers/Fehling/Pünder* (Hrsg.), *Bes. VerwR Bd. 1*, § 32 Rn. 63; *Paraschiakos*, *Bankenaufsicht zwischen Risikoverwaltung und Marktbegleitung*, 2017, S. 21 f., 88; vgl. auch *Neus/Riepe*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), *Hdb. BankenaufsichtsR*, § 6 Rn. 3, 11.

schen den Instituten (*Informationsasymmetrie*), kann dies auch bei ihnen einen übergreifenden Vertrauensverlust (*Homogenitätsannahme*) hervorrufen, der einen *run* auf gleich mehrere Institute auslöst (*banc panic*).¹¹⁸ So kann also das Misstrauen einiger Marktteilnehmer schnell in das Misstrauen aller umschlagen.¹¹⁹ Dann kommt es zu einem weiten Ausfall der Kreditvergabe, auf die die Realwirtschaft dringend angewiesen ist, was in einer allgemeinen Rezession münden kann. Die positiven Wohlfahrtseffekte eines funktionierenden Finanzsystems bleiben nicht einfach aus, sie werden in diese bei weitem übersteigende Wohlstandsverluste verkehrt.¹²⁰

C. Aufbau und Aufgaben der Finanzaufsicht in der EU

Wie bereits einleitend ausgeführt, vollzieht sich die Finanzaufsicht in ihren verschiedenen Sektoren - Banken-, Kapitalmarkt- und Versicherungsaufsicht - auf nationaler und unionaler Ebene. Die nationa-

¹¹⁸ *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 20, 21 f., 32, 49 f.; *Crockett*, *De Economist* 144 (1996) No. 4, S. 531, 538 f.; *Arentz*, OWIWO DP 7/2008, S. 7 f.; *Krämer*, Ziele, Adressaten u. Risiken der Bankenaufsicht, S. 61 ff., 104 ff.; *Paraschiakos*, Bankenaufsicht zwischen Risikoverwaltung und Marktbegleitung, S. 21; s.a. die modelltheoretische Analyse von *Diamond/Dybvig*, *JPE* 91 (1983) No. 3, 401, 410; *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 81 f., 85 f.; s.a. *Kaufhold*, in: Schmidt/Wollenschläger (Hrsg.), *Öffentl. WirtschaftsR*, § 14 Rn. 6; *Neus/Riepe*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), *Hdb. BankenaufsichtsR*, § 6 Rn. 11.

¹¹⁹ *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 21; *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 79, 85 f.; vgl. *Fischer/Boegl*, in: *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *BankR-Hdb*, § 110 Rn. 38; *Fischer/Krolop*, in: *Fischer/Schulte-Mattler* (Hrsg.), *KWG, CRR-VO, Einf. KWG Rn. 256*; s.a. *BVerfGE* 124, 235 Rn. 24.

¹²⁰ *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 17, 21 f.; *Krämer*, Ziele, Adressaten u. Risiken der Bankenaufsicht, S. 94 f.; *Thiele*, Finanzaufsicht S. 87 ff., 92; vgl. i.E. auch *Ohler*, in: *Ruffert* (Hrsg.), *EnzEuR* Bd. 5, § 10 Rn. 2; *ders.*, in: *Ehlers/Fehling/Pünder* (Hrsg.), *Bes. VerWR* Bd. 1, § 32 Rn. 16; *Röhl*, in: *Fehling/Ruffert* (Hrsg.), *RegulierungsR*, § 18 Rn. 14; *Paraschiakos*, Bankenaufsicht zwischen Risikoverwaltung und Marktbegleitung, 2017, S. 88 f.; s.a. *Schinasi*, *IMF WP/04/187*, S. 5.

len und europäischen Aufsichtsbehörden bilden dabei ein System der Finanzaufsicht.

I. Das Europäische System der Finanzaufsicht nach der Finanzkrise

In Reaktion auf die Finanzkrise wurde das sogenannte ESFS etabliert, das sich aus den ESAs - also EBA, ESMA und EIOPA -, den nationalen Aufsichtsbehörden und dem ESRB zusammensetzt.¹²¹ Den nationalen Aufsichtsbehörden - in Deutschland der BaFin¹²² - obliegt im Grundsatz die Aufgabe der mikroprudenziellen Aufsicht über die einzelnen Institute.¹²³ Den ESAs kommt dabei primär die Aufgabe zu, durch Festlegung von Aufsichtsstandards eine mitgliedstaatenübergreifende Aufsichtskonvergenz herzustellen; ausnahmsweise können aber auch sie zu Maßnahmen gegenüber Instituten befugt sein.¹²⁴ Gegenstand der mikroprudenziellen Aufsicht ist in erster Linie die Überwachung und Abwehr von Ausfällen einzelner Finanzinstitute durch Begrenzung von Kredit-, Anlage-, Versicherungs- und anderen Risiken.¹²⁵ Die Aufsichtsbehörden schützen dabei zunächst sowohl das Funktionieren der Institute und der Finanzmärkte (Funktionsschutz) als auch deren Kunden (Kundenschutz).¹²⁶ Dem ESRB obliegt demgegenüber im Grundsatz die neu ergänzte makroprudenzielle Aufsicht, also die Überwachung des Finanzsystems insgesamt und der Identifikation von Risiken für die Finanzsys-

¹²¹ Art. 1 III ESRB-VO; Art. 2 II ESA-VOen.

¹²² Vgl. § 7b I, 7d KWG, § 19 WpHG, § 329 VAG.

¹²³ Vgl. etwa EG (24) ESRB-VO.

¹²⁴ Vgl. etwa Art. 1 V 2 lit. a), c), d), g), Art. 8 I lit. a), b), II, Artt. 17, 18 ESA-VOen; s. auch *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 71.

¹²⁵ Vgl. etwa Art. 1 V 2 lit. e) ESA-VOen sowie §§ 6b II, 10 ff. KWG.

¹²⁶ Vgl. Art. 1 V 2 lit. b) und f) ESA-VOen sowie § 6 II KWG, § 6 I WpHG und § 294 I, IV VAG.

temstabilität (Systemschutz).¹²⁷ Auf Empfehlung des ESRB¹²⁸ ist in Deutschland mit § 2 Gesetz zur Überwachung der Finanzstabilität (FinStabG)¹²⁹ zudem der Ausschuss für Finanzsystemstabilität (AFS) geschaffen worden. Er stellt das nationale Pendant zum ESRB dar und ist für die makroprudenzielle Systemaufsicht in Deutschland zuständig¹³⁰.

Angesichts der auf die Finanzkrise folgenden Staatsschuldenkrise wurde auf europäischer Ebene zusätzlich zum ESFS der einheitliche Aufsichtsmechanismus für Kreditinstitute (Single Supervisory Mechanism, SSM) geschaffen.¹³¹ Im Rahmen dessen wurde die Aufsicht über Kreditinstitute partiell auf die EZB übertragen. Ihr obliegt danach insbesondere die von der Bedeutung der Institute für die Systemstabilität unabhängige Entscheidung über die Zulassung zum Geschäftsbetrieb¹³² sowie die laufende Aufsicht über die Eigenmittelausstattung von für das Finanzsystem bedeutenden Instituten¹³³. Hinsichtlich weniger bedeutender Institute ist sie insoweit auf eine indirekte Aufsicht beschränkt.¹³⁴

¹²⁷ Art. 3 ESRB-VO.

¹²⁸ Empfehlung des ESRB (ESRB/2011/3) vom 22.12.2011 zu dem makroprudenziellen Mandat der nationalen Behörden, 2012/C 41/1.

¹²⁹ Eingeführt durch Art. 1 des Gesetzes zur Stärkung der deutschen Finanzaufsicht vom 28.11.2012, BGBl. I, S. 2369.

¹³⁰ Vgl. § 2 I, II FinStabG.

¹³¹ Ausführlich zum SSM statt vieler *Schuster*, EuZW-Beilage 2014, 3, ff. m.w.N.; kritisch zur Tauglichkeit des Art. 127 VI AEUV als Kompetenzgrundlage für die weitreichende Übertragung bankenaufsichtlicher Befugnisse auf die EZB etwa noch *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2014, 2, 5 ff. m.w.N.; s. jetzt aber eindeutig EuGH, Urt. v. 08.05.2019, Rs. C-450/17 P, Rn. 37 ff. – *L-Bank*; demgegenüber m.ä. BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 160 ff., 171 ff., 183 ff., 195 – *Bankenunion*.

¹³² Art. 6 IV i.V.m. Art. 4 I lit. a) SSM-VO.

¹³³ Art. 6 IV i.V.m. Art. 4 I lit. d) SSM-VO.

¹³⁴ Vgl. Art. 6 V SSM-VO.

II. Die neue Aufgabe der makroprudenziellen Aufsicht über Systemrisiken

Makroprudenzielle Aufsichtsbefugnisse sind nun aber nicht streng den makroprudenziellen Aufsichtseinrichtungen - ESRB und AFS - zugewiesen, sondern auch BaFin, ESAs und EZB. Dies gilt gerade für die im Rahmen der Untersuchung interessierenden harten makroprudenziellen Instrumente.

1. Weiche und harte makroprudenzielle Aufsichtsinstrumente und ihre Ermächtigungsadressaten

Dem ESRB stehen zunächst zur Identifikation von Systemrisiken Instrumente der Informationserhebung, -auswertung und -übermittlung zur Verfügung¹³⁵. Identifiziert er ein solches Risiko, so spricht er aber lediglich Warnungen aus oder gibt Empfehlungen für das Ergreifen geeigneter Maßnahmen zur Abwehr der bestehenden Gefahr für die Finanzstabilität.¹³⁶ Die Warnungen und Empfehlungen können sich nur an die Union, Mitgliedstaaten und Aufsichtsbehörden richten und sind rechtlich unverbindlich¹³⁷. Dem ESRB stehen damit nur weiche makroprudenzielle Instrumente zur Verfügung¹³⁸. Entsprechendes gilt für den AFS.¹³⁹ Harte makroprudenziel-

¹³⁵ Art. 3 I, II lit. a), Art. 15 ESRB-VO.

¹³⁶ Art. 16 ESRB-VO.

¹³⁷ Es besteht nach Art. 17 I ESRB-VO aber eine Befassungspflicht der Adressaten und über den damit verbundenen Act-or-explain-Mechanismus - ein Nichthandeln auf eine Empfehlung muss detailliert begründet werden - entfalten die Empfehlungen eine Art faktische Verbindlichkeit, insgesamt dazu *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1219; *dies.*, ZHR 177 (2013), 862, 876; *dies./Schnabel*, ZBB 2015, 349, 356; s.a. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 65 (April 2013), Nr. 4, S. 41, 45; *Kaufhold*, DV 46 (2013), 21, 46 f.; *dies.*, WM 2013, 1877, 1878; *Siekmann*, IMFS WP No. 47 (2011), S. 35 f; *Baur/Boegl*, BKR 2011, 177, 178.

¹³⁸ *Gurlit/Schnabel*, ZBB 2015, 349, 356; Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 65 (April 2013), Nr. 4, S. 41, 50 ordnet Warnung und Empfehlungen hingegen als mittlere Instrumente ein, denen - als weiche Instrumente - noch die bloße Veröf-

le Instrumente¹⁴⁰ zur Abwehr systemischer Risiken sind hingegen gerade den primär für die mikroprudenzielle Aufsicht zuständigen Aufsichtsbehörden an die Hand gegeben. So ist die BaFin zuständig für die Festlegung von Kapitalpuffern nach § 10d III 2 und § 10e I, II KWG sowie für die Anordnung von Maßnahmen zur Begrenzung makroprudenzieller oder systemischer Risiken nach § 48t KWG (dazu im 3. Teil unter A.IV.3.).¹⁴¹ Zudem ist die EZB nach Art. 5 II SSM-VO anstelle der BaFin subsidiär befugt, gegenüber allen CRR-Instituten in der Eurozone - unabhängig von ihrer systemischen Bedeutung - einen strengeren antizyklischen Kapitalpuffer zur Abwehr von Systemrisiken festzulegen (dazu im 3. Teil unter B.IV.3.a.).¹⁴²

fentlichung von Analysen und Einschätzungen zur Finanzstabilität vorgeschaltet seien.

¹³⁹ Vgl. § 3 FinStabG.

¹⁴⁰ Harte makroprudenzielle Instrumente meint im Unterschied zu weichen (bzw. mittleren), solche Maßnahmen, die den Aufsichtsbehörden eine Befugnis zum Eingriff in Rechte verleihen, vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 65 (April 2013), Nr. 4, S. 41, 50 f.

¹⁴¹ Tabellarischer Überblick zu weiteren makroprudenziellen Maßnahmen *Lindemann*, in: Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, CRR-VO, § 48t KWG, Rn. 4.; ebenfalls mit tabellarischem Überblick Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2014/15, S. 202 Rn. 382 ff, S. 204.

¹⁴² Die EZB wendet dabei das Unionsrecht umsetzende nationale Recht (s. Artt. 4 III, 9 I UA 2 S. 2) an, das auch die BaFin anwendet. Sie kann von der BaFin ergriffene Maßnahmen verschärfen, nicht abschwächen, wohl aber bei Untätigkeit der BaFin auch erstmals ergreifen, dazu *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1221 f u. 1225 f; *dies./Schnabel*, ZBB 2015, 349, 351 f., 357; *Schuster*, EuZW-Beilage 2014, 3, 8. Unstreitig kann die EZB etwa nach Artt. 5 II, 9 I UA 2 S. 2 SSM-VO, § 10d III 2 KWG einen strengeren antizyklischen Kapitalpuffer festlegen. Unklar ist, ob sie auch auf § 10e KWG oder § 48t KWG zugreifen kann, hierzu noch im 3. Teil unter B.IV.3.b. und c.; zu weiteren makroprudenziellen Maßnahmen, die die EZB ergreifen kann *Gurlit*, WM 2015, 1257, 1259 ff.

2. Der Begriff des Systemrisikos

Art. 2 lit. c) ESRB-VO definiert das Systemrisiko ganz allgemein als Risiko einer Beeinträchtigung des Finanzsystems, die das Potenzial schwerwiegender negativer Folgen für den Binnenmarkt und die Realwirtschaft beinhaltet. Dem vergleichbar definiert § 1 XXXIII KWG den synonymen Begriff des systemischen Risikos als das Risiko einer Störung im Finanzsystem, die schwerwiegende negative Auswirkungen für das Finanzsystem und die Realwirtschaft haben kann. Diese sehr allgemein gehaltene Definition dürfte zwar auf breite Zustimmung stoßen, für die Aufsichtspraxis und die vorliegende Arbeit ist sie aber nicht operabel. Zumindest etwas konkreter soll unter einem systemischen Risiko hier daher die Möglichkeit verstanden werden, dass durch Zahlungsschwierigkeiten einzelner Finanzinstitute (Illiquidität oder Insolvenz) oder nicht unerhebliche simultane Verluste an einem Finanzmarkt über institutionelle und informelle Interdependenzen eine Kettenreaktion von Zahlungsschwierigkeiten von Instituten und/oder auf Märkten ausgelöst und dadurch die Verfügbarkeit von Kapital so stark eingeschränkt wird, dass es zu Wohlfahrtsverlusten der gesamten Volkswirtschaft kommt.¹⁴³

¹⁴³ Angelehnt insbesondere an *Schwarz*, The Georgetown Law Journal 97 (2008), S. 193, 198 ff., 204; vgl. auch *Borio*, CESifo ES 49 (2003), 181 = BIS WP No. 128, 2003, S. 5 f.; s.a. *Krämer*, Ziele, Adressaten und Risiken der Bankenaufsicht, 2000, S. 97; in diese Richtung auch *Ohler*, in: Ehlers/Fehling/Pünder (Hrsg.), Bes. VerwR Bd. 1, § 32 Rn. 17; s.a. *Kaufmann/Scott*, The Independent Review, 7 (2003) No. 3, 371, 372 ff. zu vergleichbaren und weiteren Definitionen, die zum Teil zwar andere Variablen der Risikoentstehung und -realisierung betonen, sich dadurch wohl aber nicht in direkten Widerspruch zueinander setzen; s. dazu und dafür *Kaufhold*, ZVglRWiss 116 (2017) 151, 156; vgl. ausführlicher *dies.*, Systemaufsicht, 2016, S. 23 ff. m.w.N. und insb. S. 148 mit einem ähnlichen, wenn auch weiterem, nicht auf das Finanzsystem beschränktem, Systemrisikobegriff.

a. Informelle und institutionelle Ansteckung

So verstandene systemische Risiken lassen sich zunächst in Fälle informeller und institutioneller Ansteckungen unterteilen¹⁴⁴. Von einer *informellen Ansteckung* spricht man, wenn Kunden infolge der (angeblich) schlechten wirtschaftlichen Lage eines Finanzinstituts annehmen, dass sich auch ihr Institut in einer schlechten Lage befindet (s.o. *Informationsasymmetrie* u. *Homogenitätsannahme*, B.II.). Dies kann zum Verlust des Vertrauens in das Banksystem und zum sofortigen und vollständigen Abzug der Einlagen führen (s.o. *Bankrun/-panic*, B.II.). Die so ausgelöste Kettenreaktion führt zu Liquiditätsschwierigkeiten auch gesunder Institute, was wiederum den Bankrun verstärkt und im Zusammenbruch des gesamten Systems mündet¹⁴⁵. Von einer *institutionellen Ansteckung* spricht man, wenn eine tatsächliche Bankinsolvenz aufgrund der sektorübergreifenden und grenzüberschreitenden Verflechtung im Banksystem zur Insolvenz einer weiteren Bank führt und eine ganze Insolvenzkette (s.o. *Dominoeffekt*, B.II.) in Gang setzt, die ebenfalls im Systemzusammenbruch mündet¹⁴⁶.

¹⁴⁴ Vgl. *Kohtamäki*, Bankenaufsicht in der EU, S. 18 m.w.N.; tw. werden statt institutioneller und informeller Ansteckung auch die Begriffe direkte und indirekte Ansteckung verwendet, so etwa *Paraschiakos*, Bankenaufsicht zwischen Risikoverwaltung und Marktbegleitung, S. 20 f. m.w.N.; vgl. auch *Kaufmann/Scott*, *The Independent Review*, 7 (2003) No. 3, 371, 372 ff. m.w.N.

¹⁴⁵ Vgl. *Kohtamäki*, Bankenaufsicht in der EU, S. 18; s.a. *Kaufmann/Scott*, *The Independent Review*, 7 (2003) No. 3, 371, 373 ff. m.w.N.; s.a. Wissenschaftlicher Beirat beim BMWi, Gutachten Nr. 03/10, 2010, S. 13.

¹⁴⁶ Vgl. *Kohtamäki*, Bankenaufsicht in der EU, S. 18 ff.; vgl. auch *Ohler*, in: Ehlers/Fehling/Pünder (Hrsg.), *Bes. VerwR* Bd. 1, § 32 Rn. 17; s.a. *Kaufmann/Scott*, *The Independent Review*, 7 (2003) No. 3, 371, 372 f. m.w.N.; s.a. Wissenschaftlicher Beirat beim BMWi, Gutachten Nr. 03/10, 2010, S. 13.

b. Zeit- und Querschnittsdimension

Zudem lassen sich systemische Risiken in solche der Querschnitts- und Zeitdimension unterteilen.¹⁴⁷ Diese Unterscheidung überschneidet sich teilweise mit der Differenzierung nach informeller und institutioneller Ansteckung. Systemische Risiken in der Querschnittsdimension ergeben sich aus der infolge der parallelen - auch unabgestimmten - Übernahme vergleichbarer finanzieller Risiken (*common exposures*) durch eine Vielzahl untereinander vernetzter Finanzmarktakteure drohenden (informellen und/oder institutionellen) Ansteckung weiter Teile des Finanzsystems, wenn sich diese finanziellen Risiken in simultanen Verlusten verwirklichen. In der Zeitdimension wird das Risiko eines Zusammenbruchs des Finanzsystems durch das prozyklische Verhalten der Finanzmarktakteure erhöht, deren Euphorie in Zeiten des *Booms* zu einer immer höheren Risikobereitschaft führt.¹⁴⁸ Die Unterteilung in Systemrisiken der Querschnitts- und Zeitdimension verdeutlicht sich an der Aufgabe des ESRB im ESFS. Aufsichtsobjekt des ESRB ist das gesamte Finanzsystem (Querschnittsdimension), das einer permanenten Beobachtung (Zeitdimension) unterworfen wird.¹⁴⁹ Der Unterteilung nach systemischen Risiken in der Querschnitts- und Zeitdimension entsprechend sind im Rahmen des ESFS für die Aufsichtsbehörden sowohl makroprudenzielle Aufsichtsinstrumente vorgesehen, die systemische Risiken der Querschnittsdimension (z.B. Kapitalpuffer

¹⁴⁷ Diese Unterscheidung geht zurück auf *Borio*, CESifo ES 49 (2003), 181 = BIS WP No. 128, 2003, S. 5: „distinction between the cross-sectional and time dimension of risk“.

¹⁴⁸ Vgl. *Borio*, CESifo ES 49 (2003), 181 = BIS WP No. 128, 2003, S. 6 ff.; vgl. dem folgend auch *Gurlit* WM 2015, 1217, 1218; s.a. *Rehm*, KuK 44 (2011) 317, 319 m.w.N.; Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2014/15, 2014, S. 195 Rn. 364; ausführlich auch *Kaufhold*, Systemaufsicht, S. 110 ff., 145; s.a. *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 230.

¹⁴⁹ *Gurlit* WM 2015, 1217, 1219.

für systemische Risiken, § 10e I, II und Maßnahmen zur Begrenzung systemischer Risiken, § 48t KWG) als auch solche, die systemische Risiken der Zeitdimension (z.B. Festlegung antizyklischer Kapitalpuffer, § 10d III 2 KWG) adressieren.¹⁵⁰ Beides sind gleichermaßen Instrumente, um dem Ausfall von Instituten infolge eines sich realisierenden finanziellen Risikos und einer Destabilisierung des Finanzsystems infolge informeller und/oder institutioneller Ansteckungen vorzubeugen.

¹⁵⁰ *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1219 f.; vgl. auch Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 65. (April 2013), Nr. 4, S. 41, 51; *Bendel/Demary/Voigtländer*, IW policy paper, No. 8/2016, S. 5 f.; *Rehm*, KuK 44 (2011) 317, 321.

2. Teil: Erklärungsansätze für normatives Handeln der Finanzaufsichtsbehörden

Nach dieser Grundlegung der Ziele und Aufgaben der Finanzaufsichtsbehörden sollen nun Erklärungsansätze dafür angeboten werden, warum eine effektive Finanzaufsicht auf normative - also abstrakt/generelle - Maßnahmen - insbesondere für die hier zu untersuchenden Befugnisse (s.o. Einleitung, C.IV.) - angewiesen sein könnte. Effektiv ist eine Aufsicht, die die ihr übertragenen Aufgaben erfüllt und dadurch die gesetzten Ziele erreicht.¹⁵¹ Mit Blick auf die Erreichung der Ziele der der Finanzaufsicht übertragenen Aufgaben (s.o. 1. Teil) können als Erklärungsansätze für einen Bedarf an normativen Handlungen im Allgemeinen das Binnenmarktziel der EU und die praktischen Grenzen der Beaufsichtigung des Finanzsystems und seiner Akteure sowie im Besonderen die Charakteristika von Systemrisiken ausgemacht werden und für ein Erfordernis eines normativen Handelns gerade der Aufsichtsbehörden selbst die Komplexität und Technizität der Aufsichtsmaterie, was sich in einem insbesondere unionsrechtlich veranlassten Trend zur „Aufsicht durch Regulierung“ (vgl. oben 1. Teil A.III.) beobachten lässt.

A. Bedarf an normativen Maßnahmen zur effektiven Finanzaufsicht

I. Binnenmarktziel der EU: Finanzsystem als level playing field

Ein Grund für einen Bedarf an normativen Maßnahmen im Finanzaufsichtsrecht kann zunächst von unionsrechtlicher Ebene

¹⁵¹ Vgl. *Ruppel*, Finanzdienstleistungsaufsicht, S. 37, 112 ff., 115; *Gläßner*, Die Beschränkung des Vertriebs von Finanzprodukten, 2017, S. 363; *Schmidt-Aßmann*, VerwR als Ordnungsidee, 6. Kap., Rn. 64; *Maume*, ZHR 180 (2016), 358, 365; *Gröpl*, VerwArch 93 (2002) 459, 463 f.

ausgehend in dem in Artt. 3 III, IV EUV, 26 I, II AEUV festgeschriebenen übergeordneten Auftrag der EU, einen Binnenmarkt zu errichten, gesehen werden. Speziell im Finanzaufsichtsrecht findet dieser Marktintegrationsauftrag seinen Ausdruck im Gebot, ein *level playing field* zu schaffen. Das Gebot eines level playing field verlangt die Herstellung gleicher Wettbewerbsbedingungen für alle Wettbewerber. Einzelfallregelungen stehen diesem Bestreben in gewisser Weise entgegen. Denn Voraussetzung eines *level playing fields* sind im Gegenteil für Institute und Finanzmärkte einheitliche, auch länderübergreifend geltende Regelungen, die damit für eine Vielzahl von Akteuren und/oder Vorgängen im Binnenmarkt gelten und so für alle gleiche Wettbewerbsbedingungen schaffen und regulatorischer Arbitrage vorbeugen.¹⁵² Mithin verlangt das level playing field-Gebot als spezielle Ausprägung des Marktintegrationsauftrags aus Artt. 3 III EUV, 26 I, II AEUV in gewissem Umfang nach Maßnahmen, die abstrakt und/oder generell sind und sich damit an der Schnittstelle zu normativen Regelungen bewegen. Dies wird deutlich etwa in der Kaskade von Produktinterventionsbeschlüssen der ESMA, mit denen diese wiederholt unionsweit allgemeingültige Beschränkungen für den Vertrieb von Contracts for Differences verfügt hat (dazu im 3. Teil B.IV.2.b.), bis alle mitgliedstaatlichen Aufsichtsbehörden diese Beschränkungen einheitlich übernommen hatten¹⁵³.

¹⁵² Vgl. *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1218; s.a. *Becker/Yoo*, BaFin Journal 2015, S. 10, 11.

¹⁵³ Ausdrücklich mit dieser Begründung ESMA, Beschluss (EU) 2018/796 v. 22.05.2018 zur vorübergehenden Beschränkung von Differenzgeschäften (CFD), abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A32018X0601%2802%29>, zuletzt 25.06.2024; EG (77), (81) f.; Beschluss (EU) 2018/1636 v. 23.10.2018 zur Verlängerung und Änderung der gemäß Beschluss (EU) 2018/796 eingeführten vorübergehenden Beschränkung der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von Differenzgeschäften (CFD) an Kleinanleger, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A32018X1031%2801%29>, zuletzt 25.06.2024; EG

Im Übrigen ergibt sich auch aus Artt. 3, 12 GG als nationalem Äquivalent zum level playing field-Gebot das Gebot der Wettbewerbsgleichheit¹⁵⁴, das dem entsprechend Wettbewerbsverfälschungen verbietet und auch auf rein nationaler Ebene nach möglichst einheitlichen institutsübergreifenden Regelungen verlangt. Dementsprechend ist etwa auch die CFD-Verfügung der BaFin (dazu im 3. Teil A.IV.2.c.) ohne Beschränkung auf bestimmte Adressaten ergangen¹⁵⁵.

II. Praktische Grenzen der Beaufsichtigung des Finanzsystems und seiner Akteure

Ein Bedarf an normativen Maßnahmen kann weiter mit den beschränkten praktischen Möglichkeiten der Finanzaufsicht, Einzelfallregelungen zu treffen, begründet werden. Wegen der Vielzahl von Akteuren und Aktionen im Finanzsystem ist eine umfassende Aufsicht im Wege einer Einzelfallüberwachung und -korrektur schwer möglich. Dies gilt etwa für die Eigenmittelanforderungen, die für

(8); Beschluss (EU) 2019/155 v. 23.01.2019 zur Verlängerung der vorübergehenden Beschränkung der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von Differenzgeschäften (CFD) an Kleinanleger, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?qid=1555403185534&uri=CELEX%3A32019X0131%2801%29>, zuletzt 25.06.2024; EG (9); ESMA, Beschluss (EU) 2019/679 v. 17.04.2019 zur Verlängerung der vorübergehenden Beschränkung der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von Differenzgeschäften (CFD) an Kleinanleger, abrufbar unter [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019X0430\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019X0430(01)&from=EN), zuletzt 25.06.2024; EG (9).

¹⁵⁴ Statt vieler *Jarass*, in: *Jarass/Pieroth* (Hrsg.), GG, Art. 3 Rn. 84 u. Art. 12 Rn. 26 ff. jew. auch m.w.N. aus der Rspr.

¹⁵⁵ BaFin, Allgemeinverfügung v. 23.07.2019 bzgl. sog. Differenzgeschäfte („Contracts for Difference/CFD“), VBS 7-Wp 5427-2018/0057, A. IV., B., abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190801_allgvfg_Differenzgeschaeefte.html, zuletzt 25.06.2024.

jedes Institut an seine individuellen und divergierenden Risikoaktiva gekoppelt¹⁵⁶ und deshalb im Grundsatz gesetzesunmittelbar geregelt sind, sodass sie dann keines Gesetzesvollzugs durch eine Einzelfallanordnung der Finanzaufsicht bedürfen; es gilt aber auch für Beschränkungen und Verbote von Finanzprodukten, die von einer (theoretisch) unbegrenzten Zahl von Anbietern vertrieben werden können. Allein der Aufsicht der BaFin unterstanden in Deutschland über 2.600 Institute¹⁵⁷. Eine konkret-individuelle Festlegung beispielsweise des antizyklischen Kapitalpuffers für jedes Institut würde an die Grenzen der personellen Ressourcen der BaFin stoßen. Dies gilt ebenso für die einzelne Adressierung von Finanzgeschäften, die von einer großen Zahl von Anbietern in einer unüberschaubaren Vielzahl von Einzelfällen und in hoher Geschwindigkeit getätigt werden.¹⁵⁸ Die Aufsicht kann dieser Masse praktisch effizienter durch Festlegung präventiver, abstrakt und/oder generell wirkender Vorgaben begegnen. Dementsprechend hatte die BaFin beispielsweise allgemeinverbindlich vorgeschrieben, dass CFDs bei Geschäften mit Privatkunden keine Nachschusspflichten vorsehen dürfen und im Anschluss sodann in einem Merkblatt allgemeine Vorgaben zur Ausgestaltung von Differenzgeschäften formuliert, bei deren

¹⁵⁶ Siehe z.B. für die Festlegung der Quote des zusätzlichen antizyklischen Kapitalpuffers § 10d III KWG, Art. 136 III, IV CRD IV, Art. 92 III CRR, dazu *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1223; s. für die bereits gesetzesunmittelbaren Eigenmittelanforderungen Art. 92 II, III CRR, dazu im Überblick *Fischer/Boegl*, in: Ellenberger/Bunte (Hrsg.), BankR-Hdb., § 114, Rn. 47 ff; ausführlicher *Auerbach*, Banken- und Wertpapieraufsicht, 2. Aufl. 2023, Kap. 2 Rn. 302 ff.

¹⁵⁷ Vgl. BaFin, Jahresbericht 2022, S. 40 f., abrufbar https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Jahresbericht/dl_jb_2022.pdf?__blob=publicationFile&v=2, zuletzt 25.06.2024.

¹⁵⁸ Vgl. *Ohler*, in Ruffert (Hrsg.), EnzEuR Bd. 5, § 10 Rn. 11.

Beachtung sichergestellt ist, dass den Anforderungen der Allgemeinverfügung genügt wird.¹⁵⁹

III. Charakteristika von Systemrisiken

Ein Bedarf an normativen Maßnahmen ergibt sich in der Finanzaufsicht zudem insbesondere aus den Charakteristika von Systemrisiken, deren Abwehr nach der letzten Finanzkrise an Bedeutung gewonnen hat (s.o. 1. Teil C.). Als Charakteristika von Systemrisiken lassen sich unter anderem ihre „Relationalität“ und „Potentialität“ in der Querschnittsdimension und die „Paradoxität finanzieller Stabilität“ in der Zeitdimension identifizieren.

1. Relationalität und Potentialität systemischer Risiken in der Querschnittsdimension

Relationalität meint, dass es für Systemrisiken charakteristisch ist, dass sie immer erst und nur durch ein Zusammenspiel mehrerer systemzugehöriger Elemente - im Finanzsystem insbesondere der Institute - verursacht werden¹⁶⁰. Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems entstehen in der Querschnittsdimension, weil viele Akteure im Finanzsystem vergleichbare Investitions-, Finanzierungs- oder Geschäftsstrategien unabgestimmt parallel verfolgen (s.o. 1. Teil C.II.2.b.). Gerade in der Konsequenz dieser Erkenntnis sind makroprudenzielle Aufsichtsgremien - ESRB und AFS - eingerichtet und die Finanzaufsicht mit makroprudenziellen Aufsichtsinstrumenten - wie die Festlegung zusätzlicher Eigenkapitalpuffer nach §§ 10e ff. KWG - ausgestattet worden, die nicht einzelne Institute, sondern

¹⁵⁹ Siehe BaFin, Allgemeinverfügung v. 08.05.2017, VBS 7-Wp 5427-2016/0017 und dem nachfolgend BaFin, Merkblatt zur Allgemeinverfügung vom 08.05.2017 bzgl. CFDs, VBS 7-Wp 5465-2017/0003, v. 29.11.2017.

¹⁶⁰ Kaufhold, ZVglRWiss 116 (2017) 151, 157; ausführlicher *dies.*, Systemaufsicht, S. 144 ff., zu weiteren Charakteristika S. 140 ff. m.w.N.

die Beziehungen zwischen ihnen und damit das Finanzsystem als Ganzes zum Aufsichtsobjekt haben.¹⁶¹

Potentialität bedeutet, dass es allen Systemrisiken zu eigen ist, dass für ihre Entwicklung jedes Systemelement potenziell von Bedeutung ist¹⁶². Diese Potentialität folgt daraus, dass es für die Entstehung eines Systemrisikos weniger auf die Größe oder den Typ einzelner Systemelemente als auf ihr Zusammenspiel und ihr Beziehungsgefüge ankommt. Potentialität ist also Folge der Relationalität systemischer Risiken¹⁶³. Ausgangspunkt eines Systemrisikos wird in aller Regel ein einzelnes Institut sein. Ein Risiko, das das Finanzsystem insgesamt destabilisiert, realisiert sich aber immer erst infolge institutioneller und informeller Ansteckungen im sich aus den Instituten und Kunden auf den Finanzmärkten ergebenden Beziehungsgeflecht (s.o. 1. Teil B.II. u. C.II.2a.). Auch das europäische System der Finanzaufsicht erkennt die Potentialität systemischer Risiken an, in dem in Art. 2 lit. c) S. 2 ESRB-VO ausdrücklich erklärt wird: „Alle Arten von Finanzmittlern, -märkten und -infrastrukturen können *potenziell* in gewissem Maße von systemischer Bedeutung sein“.

Weil Systemrisiken von jedem Systemteil ausgehen können (Potentialität), aber nicht schon durch einzelne Systemteile allein verursacht werden, sondern sich immer erst infolge von Verbindungen und Abhängigkeiten mehrerer Systemteile (Relationalität) verwirklichen, werden sich Maßnahmen, die Systemrisiken abwehren sollen, regelmäßig nicht auf die Steuerung einzelner Systemteile beschränken können. Sie müssen vielmehr eine Vielzahl von Systemelementen bzw. eine Vielzahl von sie verbindenden Sachverhalten erfassen

¹⁶¹ Gurlit, WM 2015, 1217, 1218 f. und 1257, 1259 f.; Kaufhold, ZVglRWiss 116 (2017) 151, 153 u. 161.

¹⁶² Baur/Boegl, BKR 2011, 177, 179; Kaufhold, ZVglRWiss 116 (2017) 151, 159; dies., Systemaufsicht, 147; vgl. auch Schinasi, IMF WP/04/187, S. 6.

¹⁶³ Vgl. Kaufhold, ZVglRWiss 116 (2017) 151, 159; dies., Systemaufsicht, 147.

können. Vor diesem Hintergrund erscheinen konkret-individuelle Maßnahmen, mit denen sich nur einzelne Akteure bzw. Vorgänge im System adressieren und Systemrisiken damit gerade nicht abwehren lassen, für eine effektive Finanzaufsicht, jedenfalls soweit es um die Erreichung des Ziels der Finanzsystemstabilität durch Abwehr von Systemrisiken in der Querschnittsdimension geht, ungeeignet.¹⁶⁴ Die Relationalität und Potentialität systemischer Risiken in der Querschnittsdimension, die sich im Finanzsystem aus einer Vielzahl von Beziehungen und Transaktionen zwischen einer Vielzahl von Akteuren - Instituten, anderen Finanzdienstleistern und Kunden - auf verschiedenen Finanzmärkten ergeben, verlangen für die finanzaufsichtliche Systemrisikoabwehr daher Maßnahmen, die eine Vielzahl von Akteuren auf den Finanzmärkten, insbesondere Institute (generell) und/oder eine Vielzahl sie verbindender Transaktionen (abstrakt) erfassen können.¹⁶⁵ Mithin bedarf es insoweit für eine effektive Finanzaufsicht eines Verwaltungshandelns, das sich an der Schnittstelle von Einzelakt und Normsetzung bewegt (s.o. Einleitung, A.II.). Dem tragen offenbar auch die - im folgenden 3. Teil A.IV.3.c.bb. und d.bb. - näher zu untersuchende Ermächtigung zur Anordnung des zusätzlichen Kapitalpuffers für Systemrisiken nach § 10e KWG und zu ergänzenden Maßnahmen zur Begrenzung systemischer Risiken nach § 48t KWG Rechnung, indem sie ausdrücklich so ausgestaltet sind, dass sie *gegenüber allen Institu-*

¹⁶⁴ Vgl. Kaufhold, ZVGRWiss 116 (2017) 151, 158; dies., Systemaufsicht, S. 146 f, 170 f.

¹⁶⁵ So geht etwa auch die EZB davon aus, dass makroprudenzielle Maßnahmen typischerweise nicht an einzelne Institute adressiert werden, s. EZB, Konsultationspapier zum Entwurf der SSM-RahmenVO, Feb. 2014, S. 14, abrufbar unter <https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/framework/draft-ssm-framework-regulation201402.de.pdf?5c3df58be6946a30fa2cec38e47db0b6>, zuletzt am 25.06.2024.

ten oder zumindest *bestimmter Arten oder Gruppen von Instituten* ergehen können.¹⁶⁶

2. Paradoxität finanzieller Stabilität in der Zeitdimension

Ein Charakteristikum systemischer Risiken in der Zeitdimension, aus dem sich ein Bedarf an normativen Maßnahmen ergibt, ist die *Paradoxität finanzieller Stabilität*. Systemische Risiken ergeben sich nicht nur und erst aus ganz bestimmten Beziehungskonstellationen verschiedener Systemelemente, sondern sie bauen sich im Finanzsystem zyklisch in Boom-Phasen durch ein mit ihm synchron zunehmendes Risikoverhalten der Akteure auf (s.o. 1. Teil C.II.2.b.). Auf dem Zenit finanzieller Stabilität - verstanden als Zustand, in dem das Finanzsystem durch Erfüllung seiner Funktionen maximale Wohlstandseffekte bewirkt (vgl. oben 1. Teil B.II.) - ist damit paradoxerweise das systemische Risiko in der Zeitdimension im Finanzsystem am größten.¹⁶⁷ Um diesem Paradox entgegenzuwirken, ist speziell das harte makroprudenzielle Instrumente der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers (§ 10d III 2 KWG) geschaffen worden, der Zyklen im Aufbau systemischer Risiken präventiv abschwächen soll.¹⁶⁸ Der antizyklische Kapitalpuffer zwingt Institute, in Aufschwungphasen zusätzliches Eigenkapital vorzuhalten. Er wird quartalsweise von der BaFin als institutseinheitlicher Quotient aus Eigenkapital (genauer hartem Kernkapital) und risikogewichteten Aktiva festgelegt (dazu im 3. Teil A.IV.3.). Durch die Risikoabhängigkeit erschwert er die Eingehung riskanter Aktiva und bremst damit den dem Finanzzyklus folgenden Aufbau des systemischen Risikos in

¹⁶⁶ Vgl. Kaufhold, ZVglRWiss 116 (2017) 151, 161.

¹⁶⁷ Vgl. Gurlit, WM 2015, 1217, 1218; s.a. Borio/Drehmann, BIS WP No. 284, 2009, S. 9; Ohler, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 3 Rn. 41.

¹⁶⁸ Gurlit, WM 2015, 1217, 1219 f, 1222 f.; vgl. auch Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 65 (April 2013), Nr. 4, S. 51 f.

der Zeitdimension.¹⁶⁹ Instrumente, die einem zunehmenden Risikoverhalten und einem zukünftigen Systemrisiko in der Zeitdimension vorbeugen sollen, wie die zur Untersuchung ausgewählte Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers, müssen gerade auch für künftige Akteure im Finanzsystem und ihr Risikoverhalten Geltung beanspruchen können. Sie müssen daher einen für die Zukunft offenen Adressatenkreis haben, also für eine Vielzahl von auch künftigen Adressaten - generell - gelten können. Dementsprechend ergeht die Festlegung antizyklischer Kapitalpuffer durch die BaFin auch ohne Nennung von Adressaten¹⁷⁰.

B. Erforderlichkeit normativen Handelns durch die Finanzaufsichtsbehörden

Die angebotenen Erklärungsansätze begründen einen Bedarf der Finanzaufsicht nach normativen Maßnahmen. Sie erklären für sich genommen aber noch keinen Bedarf eines normativen Handelns

¹⁶⁹ Zudem gewährt der antizyklische Kapitalpuffer Instituten im auf den boom folgenden bust ein Polster, das sie zur Aufrechterhaltung ihrer Kreditfunktion abschmelzen können, womit einer Finanzkrise und allgemeinen Rezession vorgebeugt und damit das Finanzsystem trotz Abschwung seine Stabilität bewahren kann; insgesamt dazu *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1219 f., 1223; s.a. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 65 (April 2013), Nr. 4, S. 52; *Ben-del/Demary/Voigtländer*, IW policy paper, No. 8/2016, S. 5 f.

¹⁷⁰ BaFin, Allgemeinverfügung v. 28.12.2015, Festlegung der Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer, GZ: BA 51-AZB 1130-2015/0009, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_151228_allgvfg_antizyklischer_kapitalpuffer_ba.html, zuletzt 25.06.2024; BaFin, Allgemeinverfügung v. 28.06.2019, Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers nach § 10d KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, abrufbar https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190628_allgvfg_antizykl_kapitalpuffer.html, zuletzt 25.06.2024; BaFin, Allgemeinverfügung v. 31.03.2020 zur Herabsetzung der Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers, GZ: IFR 2-QA 2102-2020/0002, abrufbar https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_200331_allgvfg_antizykl_kapitalpuffer.html, zuletzt 25.06.2024.

gerade der Aufsichtsbehörden. Auch Maßnahmen wie die Festlegung von zusätzlichen Eigenkapitalpuffern oder Beschränkungen von Finanzprodukten könnten durch den nationalen bzw. europäischen Gesetzgeber in Gesetzesform oder durch das Finanzministerium (Art. 80 GG) bzw. die Kommission (Art. 290 AEUV) in Form delegierter Rechtsetzung erfolgen. Ein Handeln der Aufsichtsbehörden scheint aber in Anbetracht der Komplexität und Technizität der finanzaufsichtlichen Materie und der in der Folge benötigten, gerade bei den Aufsichtsbehörden konzentrierten, Expertise erforderlich und ist (dementsprechend) für die untersuchten Aufsichtsinstrumente unionsrechtlich sogar ausdrücklich vorgegeben.

I. Komplexität und Technizität der finanzaufsichtlichen Materie

Exekutive statt legislativer Normsetzung ist sinnvoll und berechtigt, wenn die Exekutive wegen ihres gegenüber dem Gesetzgeber überlegenen fachlichen Sachverstandes in einem spezifischen Sachgebiet zu einer sachgerechteren Regelsetzung in der Lage ist. Ein regelrechtes Erfordernis exekutiver Normsetzung besteht, wenn ein Aufsichtsbereich von so hoher Komplexität geprägt ist, dass der Gesetzgeber fachlich an die Grenzen seiner Regelungsmöglichkeit stößt. Der Bedarf verstärkt sich noch, wenn das Rechtsgebiet durch sich schnell wandelnde Umstände geprägt ist, da die Verwaltung schneller und flexibler auf entsprechende Veränderungen reagieren kann als der Gesetzgeber.¹⁷¹

¹⁷¹ Vgl. *Walla*, Kapitalmarktaufsicht, S. 195 f., 200; s.a. *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 63 f.; allgemein *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 53 ff.; eine dementsprechende Entwicklungstendenz feststellend *Eifert*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR, Bd. I, § 19 Rn. 45; vgl. mit ähnlichen Erwägungen aus der US-amerikanischen Rechtsordnung *Pünder*, Exekutive Normsetzung in den Vereinigten Staaten von Amerika und der Bundesrepublik Deutschland, 1995, S. 89 ff., 91, 233 f.; vgl. auch *Danwitz*, JURA 2002, 93, 94; sie-

Gerade der Bereich der Finanzaufsicht ist von komplexen Eigen-gesetzlichkeiten geprägt, die auch in dieser juristischen Arbeit nur holzschnittartig skizziert werden konnten (vgl. oben 1. Teil B.). Das Finanzsystem ist ein hoch komplexes Teilsystem der Wirtschaft und der Gesellschaft insgesamt, das sich grundsätzlich selbst erhält und dadurch positive Wohlfahrtseffekte für die Gesamtgesellschaft bewirkt.¹⁷² Das Verhalten der Finanzmarktteilnehmer weist ein enormes Innovationspotenzial auf. Die Komplexität und Technizität sowie die Schnelligkeit der Materie des Finanzaufsichtsrechts bringt die Gesetzgeber an ihre Grenzen. Sie sind in zahlreichen Ländern kaum mehr in der Lage, dem Regelungsbedarf und den Rege-lungsproblemen alleine durch sachgerechte Normsetzung zu be-gegenen.¹⁷³ Es besteht umgekehrt sogar die Gefahr, dass die gewähl-ten Parlamente in Verkennung der Eigengesetzlichkeiten des Fi-nanzsystems durch außerökonomisch - etwa wirtschafts-, sozial- oder klimapolitisch - motivierte Regelungen Friktionen verursachen, die im volkswirtschaftlichen Gesamtergebnis letztlich mehr schaden als nutzen.¹⁷⁴ Die finanzaufsichtliche Materie verlangt daher im besonderen Maße Spezialkenntnisse und die Möglichkeit, zeitnah mit angepassten Regeln auf ein verändertes Verhalten der Auf-sichtsobjekte reagieren zu können, über die eher die Experten der Aufsichtsbehörden verfügen und weniger die gewählten Parlamen-

he zum Unionsrecht auch *Schemmel*, Europäische Finanzmarktverwaltung, 2018, S. 420 unter Verweis auf EuGH, Urt. v. 22.01.2014, C-270/12, ECLI:EU:C:2014:18, Rn. 85, 105 - *ESMA*.

¹⁷² S. insb. *Junker*, Gewährleistungsaufsicht, S. 28 ff. zur Einordnung des Finanzsys-tems als „autopoitisch“.

¹⁷³ Vgl. *Halfpap*, BKR 2009, 65, 71; allg. auch *Pünder*, ZG 1998, 242.

¹⁷⁴ Zur krisenverstärkenden Wirkung wirtschaftspolitisch motivierter Finanzaufsicht *Ohler*, in Ruffert (Hrsg.), *EnzEuR* Bd. 5, § 10 Rn. 31; vgl. auch *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 17 f.; *Arentz*, OWIWO DP 7/2008, S. 5; *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 72; s.a. *Hilbers*, Klimaschutz ja- aber nicht auf Kosten der Finanzstabilität, in: *Bör-senzeitung*, 3.8.2018 zum Klimaschutz als gegenüber der Finanzstabilität sach-fremden Aufsichtsziel.

te. Die Exekutive, insbesondere die speziellen Aufsichtsbehörden, sind daher in vielen Fällen besser qualifiziert, dem Regelungsbedarf des Finanzaufsichtsrechts durch normative Maßnahmen zu begegnen.¹⁷⁵ Beispielsweise hat die BaFin in der vergangenen Finanzkrise am 19.09.2008 nur vier Tage nach der Insolvenz von *Lehman Brothers* am 15.09.2008 ungedeckte Leerverkäufe verboten, um einer weiteren Destabilisierung des Finanzsystems entgegenzuwirken, während der nationale Gesetzgeber nach der Finanzkrise dafür zweieinhalb Jahre brauchte.¹⁷⁶

Vor diesem Gesamthintergrund ist dem Finanzaufsichtsrecht ein Bedarf gerade nach sachgerechterer administrativer Normsetzung zu attestieren.¹⁷⁷ Die gegenüber dem Parlament bessere Eignung der allein mit dem erforderlichen Sachverstand ausgestatteten Aufsicht, die Aufsichtsmaterie zu regeln, erfordert mithin gerade ihre Ermächtigung auch zu abstrakt und/oder generellem Handeln.¹⁷⁸

Diese Erkenntnis liegt etwa auch der großzügigen britischen und US-amerikanischen Delegationspraxis im Finanzaufsichtsrecht zugrunde. Beide Rechtsordnungen statten ihre Finanzaufsichtsbehörden mit weitgehenden Befugnissen zum „rule making“ aus (dazu im 5. Teil A.I.), weil sie davon ausgehen, dass viele kapitalmarktrechtliche Normsetzungsaufgaben so komplex sind, dass die Legislative nicht einmal in der Lage ist, der Exekutive einen Rahmen für eine sachgerechte Entscheidung vorzugeben.¹⁷⁹

¹⁷⁵ Vgl. auch *Halfpap*, BKR 2009, 65, 71 f.

¹⁷⁶ S.a. *Walla*, Kapitalmarktaufsicht, S. 201.

¹⁷⁷ Vgl. auch *Walla*, Kapitalmarktaufsicht, S. 39 f., 198 ff.; *Halfpap*, Kapitalmarktaufsicht, S. 206, 208; *ders.*, BKR 2009, 65, 71; vgl. auch *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 41, 63 f.

¹⁷⁸ Vgl. allg. *Klafki*, Risiko und Recht, S. 75; so sowohl zur US-amerikanischen als auch zur dt. Rechtsordnung *Pünder*, Exekutive Normsetzung, S. 89 ff., 91, 233.

¹⁷⁹ *Halfpap*, BKR 2009, 65, 71.

Zu derselben Erkenntnis ist auch schon der EuGH in seiner ESMA-Entscheidung gelangt: Art. 28 Leerverkaufs-VO ermächtigt gerade die ESMA, Leerverkäufe durch Rechtsakt mit allgemeiner Geltung zu beschränken, weil diese Entscheidungsbefugnis ein „spezifisches technisches Fachwissen erfordert“ und gerade die ESMA das erforderliche „umfangreiche Fachwissen“ besitzt.¹⁸⁰

II. Unionsrechtliche Vorgabe: Normatives Handeln der Aufsichtsbehörden als Teil des Unabhängigkeitspostulats

Wohl daher ist nicht nur im Finanzaufsichtsrecht¹⁸¹, sondern darüber hinaus ein unionaler Trend zur „administrativen Regulierung“ zu beobachten,¹⁸² der nicht nur die Ausgestaltung der EU-Aufsichtsbehörden und ihre Ausstattung mit Handlungsbefugnissen, sondern auch die nationalen Aufsichtsbehörden betrifft: Um den Aufsichtsbehörden eine möglichst effektive Aufgabenwahrnehmung zu ermöglichen, sollen ihnen möglichst weite eigene Regulierungsspielräume eingeräumt werden, völlig frei von jeglicher Einflussnahme von außen. Zu diesem weitgehenden Unabhängigkeitspostulat gehört es auch, dass die Behörden selbst normative Vorgaben für ihren Aufsichtsbereich erlassen.¹⁸³

Dies gilt gerade auch für die Finanzaufsichtsbehörden. Die EU-Finanzaufsichtsbehörden haben unabhängig zu sein, die ESAs nach Artt. 42, 46, 49, 52 ESA-VOen und die EZB nach Artt. 130, 282 III 3

¹⁸⁰ EuGH, Urt. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12 Rn. 64, 82, 85 - *ESMA*; s. kritisch dazu etwa *Ohler*, JZ 2014, 249, 251.

¹⁸¹ Vgl. zum Finanzaufsichtsrecht *Gurlit*, WM 2020, 105, 112.

¹⁸² Vgl. *Ludwigs*, EnWZ 2019, 160 ff.; vgl. auch *Burgi*, NVwZ-Editorial Heft 23/2018.

¹⁸³ Vgl. zur Regulierungsbefugnis der Bundesnetzagentur EuGH, Urt. v. 02.09.2021, Rs. C-718/18, Rn. 108 f., 112 ff., 130; s.a. *Burgi*, NVwZ-Editorial Heft 23/2018 zur Bundesnetzagentur; ebenfalls dazu *Ludwigs*, EnWZ 2019, 160; *Gundel*, EnWZ 2021, 339; vgl. zum Finanzaufsichtsrecht *Gurlit*, WM 2020, 105, 112; *dies.*, ZBB 2023, 69, 74 ff., 77 f.

AEUV, Art. 19 I SSM-VO; auch die BaFin hat nach Ansicht des Bundesverfassungsgerichts jedenfalls im Rahmen des SSM unabhängig zu sein, da nach Art 19 I SSM-VO ihre politische Weisungsfreiheit unionsrechtlich geboten ist und dem auch keine unüberwindbaren verfassungsrechtlichen Schranken entgegenstehen.¹⁸⁴ Die Unabhängigkeit der Finanzaufsichtsbehörden ist für eine effektive Erfüllung ihrer Aufgaben mit Blick auf die erhebliche gesamtwirtschaftliche Bedeutung der zu verfolgenden Aufsichtsziele (dazu 1. Teil B.I. und II.) geboten, da sie so von nicht aufgabenspezifisch, sondern „ungebührlich“ politisch motivierten Einflussnahmen (s. soeben B.I.) freigehalten wird.¹⁸⁵

Speziell für die hier untersuchten finanzaufsichtlichen Befugnisse schreibt das Unionsrecht zudem durchweg ausdrücklich ein Handeln der *Behörde* vor: nach Artt. 42 I MiFIR, 17 I PRIIP kann eine „Behörde“ Finanzprodukte beschränken oder verbieten, gemäß Art. 20 I LeerverkaufsVO kann eine „Behörde“ eines Mitgliedstaats Leerverkäufe beschränken, nach Art. 136 I CRD IV hat für die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers, nach Art. 133 III CRD IV für den Systemrisikopuffer und nach Art. 458 I CRR für zusätzliche nationale Maßnahmen zur Begrenzung systemischer Risiken jeder Mitgliedstaat eine „Behörde“ zu benennen. Soweit diese Befugnisse auch ein abstrakt-generelles Handeln erfordern (s.o.), ist damit jedenfalls für die nationale Finanzaufsicht zugleich durch das vorrangige Unionsrecht¹⁸⁶ auch das abstrakt-generelle Handeln gerade der Behör-

¹⁸⁴ BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 13, 219 ff. - *Bankenunion*; dazu etwa *Gurlit*, WM 2020, 105, 108 m.w.N.; s.a. *dies.*, ZBB 2023, 69, 72, 75 ff., 78 m.w.N.

¹⁸⁵ Vgl. BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 223. - *Bankenunion*; s.a. *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 72 f., 74, 75, 77 f.

¹⁸⁶ Allgemein zum Anwendungsvorrang des Unionsrecht statt vieler EuGH, Urt. v. 15.07.1964, Rs. 6/64, Slg. 1964, 1251, 1269 f. - *Costa/ENEL*; BVerfGE 123, 267, 396 ff. - *Lissabon*; *Ruffert*, in: *Calliess/Ruffert* (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 1 AEUV Rn. 16 ff. m.w.N.

de - also der BaFin - zwingend vorgegeben und damit umgekehrt eine normative Regelung schon durch den Gesetzgeber oder eine delegierte Rechtsetzung durch das Finanzministerium ausgeschlossen.¹⁸⁷

¹⁸⁷ Vgl. zur Energieregulierung durch die BNetzA auch *Ludwigs*, EnWZ 2019, 160, 161; a.A. *Hahn*, EnWZ 2020, 65, 66.

3. Teil: Einordnung der ausgewählten Maßnahmen der Finanzaufsicht in das Handlungsformensystem

Nach den Ausführungen in Teil 1 und 2 kann festgehalten werden, dass die Finanzaufsicht zur effektiven Wahrnehmung insbesondere der ausgewählten Befugnisse - Produktinterventionen und Festlegung von Kapitalpuffern - Maßnahmen ergreifen muss, die sich an der Grenze von Einzelfallregelung und Normsetzung bewegen können. Im Folgenden soll daher geklärt werden, ob der Gesetzgeber der Finanzaufsicht seinem Bewirkungsauftrag entsprechend hierzu geeignete Handlungsformen zur Verfügung stellt, die an eine Vielzahl von Adressaten gerichtet werden und/oder eine Vielzahl von Sachverhalten erfassen können.¹⁸⁸

Auf nationaler Ebene hält der gesetzgeberische Handlungsformenkasten als normative Handlungsformen für die Verwaltung die Rechtsverordnung (Art. 80 GG) und die Verwaltungsvorschrift und als Handlungsform an der Grenze von Einzelakt und Rechtsnorm die Allgemeinverfügung (§ 35 S. 2 VwVfG) bereit. Auf Unionsebene stehen dem vergleichbar die delegierte bzw. Durchführungsverordnung (Artt. 290, 291 AEUV) sowie Empfehlungen und Stellungnahmen (Art. 288 V AEUV) auf der einen und der adressatenlose Beschluss (Art. 288 IV AEUV) auf der anderen Seite zur Verfügung.¹⁸⁹

Sowohl die Handlungsform der Rechtsverordnung als auch der delegierten bzw. Durchführungsverordnungen stehen der Finanzaufsicht aber nur zur Verfügung, wenn der Gesetzgeber sie ausdrücklich im Wege der Delegation zu ihrem Erlass ermächtigt. Delegatäre sind primär die Regierung und Ministerien (Art. 80 I GG) bzw. auf unionaler Ebene die Kommission (Artt. 290 I, 291 II AEUV). Während

¹⁸⁸ Vgl. im Ansatz *Kaufhold*, ZVglRWiss 116(2017), 151, 152; *dies.*, Systemaufsicht, S. 170 f.

¹⁸⁹ S.a. schon Einl. A.II.

auf nationaler Ebene die Möglichkeit einer Subdelegation - im Finanzaufsichtsrecht dann an die BaFin¹⁹⁰ - gesetzlich vorgesehen ist (vgl. Art. 80 I 4 GG), kommt eine Subdelegation an Aufsichtsagenturen wie die ESAs auf unionaler Ebene de lege lata nicht in Betracht¹⁹¹. Gerade hinsichtlich der im Weiteren näher zu untersuchenden Festlegung antizyklischer Kapitalpuffer (§ 10d KWG), der Anordnung von Systemrisikopuffern (§ 10e KWG), der Anordnung ergänzender Maßnahmen zur Begrenzung systemischer Risiken (§ 48t KWG) sowie der Produktintervention (§ 15 WpHG) und der Leerverkaufsbeschränkungsbefugnis (§ 53 WpHG) hat aber auch der nationale Gesetzgeber keine Verordnungsermächtigung des Finanzministeriums, geschweige denn eine Subdelegation auf die BaFin, vorgesehen.¹⁹²

Nach Art. 132 I 1. Spiegelstrich AEUV darf zwar die EZB in den dort genannten Fällen Verordnungen erlassen, wozu auch die ihr auf Grundlage von Art. 127 VI AEUV in der SSM-VO übertragene besondere Aufgabe als Aufsichtsbehörde über Kredit- und sonstige Finanzinstitute (Art. 25.2 ESZB-VO) zählt; die dort nach Art. 4 III UA 2 S. 3

¹⁹⁰ Vgl. z.B. die Ermächtigung des Finanzministeriums zum Erlass einer Rechtsverordnung zur näheren Bestimmung der angemessenen Eigenmittelausstattung in § 10 I 1 KWG und zur Subdelegation auf die BaFin in § 10 I 2 KWG und § 1 Nr. 5 Verordnung zur Übertragung von Befugnissen zum Erlass von Rechtsverordnungen auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen vom 13.12.2002, BGBl. I (2002), S. 3, zuletzt geändert durch Art. 2 VO zur Aufh. der VergleichswebsitesVO sowie zur Änd. der VO zur Übertragung von Befugnissen zum Erl. von Rechtsverordnungen auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 24.01.2024, BGBl. I, Nr. 21.

¹⁹¹ Vgl. *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Das Recht der Europäischen Union, 80. EL August 2023, Art. 290 AEUV Rn. 27; vgl. auch *Möstl*, DVBl 2011, 1076, 1079; vgl. auch *Ilgner*, Die Durchführung der Rechtsakte des europäischen Gesetzgebers durch die Europäische Kommission, 2014, S. 203.

¹⁹² §§ 10d X, 10 I 1 Nr. 5 lit. a) KWG, §§ 10e X, 10 I 1 Nr. 5 lit. b) KWG und § 53 IV WpHG sehen lediglich eine Verordnungsermächtigung des BMF einschließlich einer Ermächtigung zur Subdelegation auf die BaFin zur Konkretisierung der Tatbestandsvoraussetzungen der Befugnisse bzw. von verfahrensrechtlichen Aspekten vor.

SSM-VO vorgesehene Verordnungsermächtigung ist aber auf den Erlass von Verordnungen zur Ausgestaltung und Festlegung der „Modalitäten“ ihrer Aufgabenwahrnehmung beschränkt.¹⁹³

Mithin stehen die normativen Handlungsformen der Rechtsverordnung und der Verordnung den Finanzaufsichtsbehörden zur Ausübung der ausgewählten Befugnisse *de lege lata* nicht zur Verfügung. Solange ihnen keine entsprechende Ermächtigung eingeräumt wird, scheiden sie als Handlungsform, mit der sie ihre Befugnisse effektiv wahrnehmen könnten, aus (zu entsprechenden Reformoptionen im 5. Teil unter A.).

Auch die Verwaltungsvorschrift sowie Leitlinien und Empfehlungen scheiden als taugliche Handlungsform zur effektiven Wahrnehmung der ausgewählten Befugnisse aus, da diese nicht nur nach einer abstrakten und/oder generellen Handlungsform verlangen, sondern zugleich nach einer rechtsverbindlichen Handlungsform.¹⁹⁴

Als Handlungsformen, die rechtsverbindlich sind, eine Vielzahl von Personen und/oder von Sachverhalten erfassen können und die der Finanzaufsicht bereits *de lege lata* zur Verfügung stehen, verbleibt somit einstweilen nur die Allgemeinverfügung und der adressatenlose Beschluss. Beide können nach ihrer rechtlichen Konzeption zwar abstrakt oder generell sein; sie unterscheiden sich von Rechtsnormen - wie der Rechtsverordnung und der Verordnung - aber dadurch, dass sie nicht abstrakt-generell sein sollen. Mithin ist abzugrenzen, ob besagte Maßnahmen der Finanzaufsicht noch als individuell und/oder konkret eingeordnet werden können oder ob sie aufgrund der herausgearbeiteten speziellen Bedürfnisse des

¹⁹³ *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 184 f.; *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1226; *Glos/Benzing*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 2 Rn. 222 f.; allgemein *Häde*, in: *Calliess/Ruffert* (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 132 AEUV Rn. 3.

¹⁹⁴ Siehe zu den ausgewählten Maßnahmen Einl. C.IV.; vgl. allg. auch *Glaser*, Europ. VerWR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 471.

Finanzaufsichtsrechts als abstrakt-generell eingeordnet werden müssen. Soweit sie sich als abstrakt-generell herausstellen, wird sodann im 4. Teil aufgezeigt, welchen Grenzen und rechtlichen Konsequenzen eine fehlerhafte Handlungsformwahl unterliegt und im 5. Teil werden schließlich Möglichkeiten zur Neu- bzw. Feinjustierung des Handlungsformensystems de lege ferenda erwogen.

A. Die Handlungsform der Allgemeinverfügung: Wesensmerkmale und Abgrenzung zur Rechtsnorm

Zunächst soll die Allgemeinverfügung als potenziell formenadäquate Handlungsform (s. Einleitung B.II.) für die zu untersuchenden finanzaufsichtlichen Maßnahmen der BaFin betrachtet werden.

I. Wesensmerkmale der Allgemeinverfügung

Die Allgemeinverfügung ist in § 35 S. 2 Verwaltungsverfahrensgesetz (VwVfG) normiert, der zwischen personenbezogenen (Var. 1), sachbezogenen (Var. 2) und benutzungsregelnden (Var. 3) Allgemeinverfügungen unterscheidet.¹⁹⁵ Für die zu untersuchenden finanzaufsichtlichen Maßnahmen scheidet eine dingliche wie eine nutzungsregelnde Allgemeinverfügung von vornherein aus. In Betracht kommt nur eine personenbezogene Allgemeinverfügung.¹⁹⁶

¹⁹⁵ Zu den drei Unterkategorien der Allgemeinverfügung: *Laubinger*, Das „Endivien-salat-Urteil“ - eine Fehlentscheidung? Zum Begriff der Allgemeinverfügung im Sinne von § 35 Satz 2 VwVfG, in: Arndt (Hrsg.), *Völkerrecht und deutsches Recht - Festschrift für Walter Rudolf zum 70. Geburtstag*, 2001, S. 305, 308; *Schoch*, JURA 2012, 26, 28; s.a. *Ramsauer*, JURIDICA International 2014, 69, 76; *ders.*, in: *Kopp/Ramsauer (Hrsg.), VwVfG*, 24. Aufl. 2023, § 35 Rn. 157; *Ruffert*, in: *Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allgemeines Verwaltungsrecht*, 16. Aufl. 2022, § 21 Rn. 35 ff.

¹⁹⁶ Vgl. etwa *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1225 zur Festlegung von Kapitalpuffern; *dies.*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR*, § 15 WpHG Rn. 20 zur Produktintervention; *Walla*, DÖV 2010, 853, 855 zum Leerverkaufsverbot.

Personenbezogene Allgemeinverfügungen zeichnen sich dadurch aus, dass sie sich nicht an einen oder mehrere bestimmte Adressaten richten, sondern an einen nur nach allgemeinen Merkmalen bestimmten oder bestimmbaren Personenkreis. Erforderlich ist damit in Abgrenzung zum Verwaltungsakt nach § 35 S. 1 VwVfG keine individuelle Bestimmung des bzw. der Adressaten, es genügt eine generelle Kennzeichnung.¹⁹⁷ Es ist allerdings zu beachten, dass § 35 S. 2 VwVfG keineswegs vollständig auf das Erfordernis der Individualisierung der Adressaten verzichtet. Der adressierte Personenkreis muss zumindest nach allgemeinen Merkmalen bestimmt oder bestimmbar sein.¹⁹⁸

Zudem soll es sich nach dem ausdrücklichen Wortlaut bei einer Allgemeinverfügung um einen Verwaltungsakt handeln, der nach Satz eins zur Regelung eines Einzelfalls getroffen wird. Das Begriffsmerkmal Einzelfall setzt sich aus dem bereits angesprochenen Adressatenkreis und dem zu regelnden Fall bzw. Sachverhalt (dazu ausführlicher unter A.III.2.a., und b.) zusammen.¹⁹⁹ Wenn bei einer

¹⁹⁷ Vgl. *Laubinger*, Das „Endiviansalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 316; s.a. *Ramsauer*, JURIDICA International 2014, 69, 76; *Schwarz*, in: Fehling/Kastner (Hrsg.), Verwaltungsrecht Handkommentar, 2. Aufl. 2010, § 35 VwVfG Rn. 117; *Forsthoff*, Lehrbuch des Verwaltungsrechts, Bd. I, 10. Aufl. 1973, S. 201; *Rabe*, Der „Verwaltungsakt“ nach deutschem und spanischem Recht, 2012, S. 28.

¹⁹⁸ *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 282; *Ruffert*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 21 Rn. 36; *Forsthoff*, VerwR, Bd. I, S. 201.

¹⁹⁹ So mittlerweile allgemeine Meinung: BVerwG, Urt. v. 22.01.2021 - 6 C 26/19 -, Rn. 26; *Glaser*, Die Entwicklung des Europäischen Verwaltungsrecht aus der Perspektive der Handlungsformenlehre, 2013, S. 77; *Siegel*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 14. Aufl. 2022, Rn. 322; *Wallerath*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 5. Aufl. 2000, § 7 Rn. 31; vgl. auch *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), Fortschritte des Verwaltungsrechts - Festschrift für Hans J. Wolff zum 75. Geburtstag, 1973, S. 167, 199 ff; *Buchwald*, RechtsT 28 (1997) 85, 86; s.a. *Vogel*, BayVBl. 1977, 616, 620, der das Vorliegen eines Einzelfalls allerdings allein von der Bestimmtheit des Adressatenkreises abhängig machen will; ebenso *Obermayer*, NJW 1980, 2386; zur Entwicklung der verschiedenen Ansichten, die auf den Adressaten, den Fall oder beides abstellen wollten *Volkmar*, Allgemeiner Rechtssatz und Einzelakt, 1962,

personenbezogenen Allgemeinverfügung zwar abgeschwächte Anforderungen an die Individualisierung der Adressaten gestellt werden, muss sie sich aber doch zumindest auf einen bestimmten Sachverhalt beziehen.²⁰⁰

Mit der Handlungsform des Verwaltungsaktes, auch in Gestalt einer Allgemeinverfügung, soll die Verwaltung für den oder die Betroffenen klarstellen, was für sie nach der vom Gesetzgeber nur abstrakt-generell vorgezeichneten Rechtslage gilt. Diese Individualisierungs- und Klarstellungsfunktion ist aus Gründen der Rechtssicherheit geboten.²⁰¹ Entscheidend für die Abgrenzung von Allgemeinverfügung und Rechtsnorm ist vor diesem Hintergrund, ob die gewählte Maßnahme ihre Adressaten und ihren Sachverhalt so individuell und konkret bestimmt, dass für einen Betroffenen hinreichend klar wird, was für ihn in seinem Einzelfall gilt. Das Merkmal des Einzelfalls grenzt Verwaltungsakt und Allgemeinverfügung daher anhand der Parameter konkret-individuell und abstrakt-generell von der Rechtsnorm ab.²⁰² Die Parameter individuell/generell beziehen sich dabei auf den bzw. die Adressaten, die Parameter konk-

S. 28 ff., 257; dazu auch *Wandschneider*, Die Allgemeinverfügung in Rechtsdogmatik und Rechtspraxis, 2009, S. 138 ff.; *Rabe*, Verwaltungsakt, S. 28.

²⁰⁰ Vgl. BVerwG, Urt. v. 22.01.2021 - 6 C 26/19 -, Rn. 26; *Laubinger*, Das „Endiviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 309 ff. m.w.N., 312; s.a. *Schoch*, JURA 2012, 26, 28; vgl. *Ramsauer*, in: Kopp/Ramsauer (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 158, 162 ff., 162c; *Ruffert*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 21 Rn. 36; *Kahl*, JURA 2001, 505, 510 f.; *Ehlers*, DVBl 1987, 972, 975; *Rabe*, Verwaltungsakt, S. 36; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 77.

²⁰¹ *Ossenbühl*, JuS 1979, 681, 683; *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 31; s.a. *Emmerich-Fritsche*, NVwZ 2006, 762, 764; *Ruffert*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 21 Rn. 8; *Wolff/Bachof/Stober/Kluth*, Verwaltungsrecht I, 13. Aufl. 2017, § 45 Rn. 9; *Bumke*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grundlagen des Verwaltungsrechts, Band II, 3. Aufl. 2022, § 34 Rn. 80 f.

²⁰² BVerwG, Urt. v. 22.01.2021 - 6 C 26/19 -, Rn. 26; *Siegel*, Allg. VerwR, Rn. 321 ff.; *Wallerath*, Allg. VerwR, § 7 Rn. 31; *Kahl*, JURA 2001, 505, 510; *Obermayer*, NJW 1980, 2386; vgl. auch *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 189 ff; *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 165 f.; *Rabe*, Verwaltungsakt, S. 28; s.a. *Axer*, Normsetzung der Exekutive in der Sozialversicherung, S. 37 f.

ret/abstrakt demgegenüber auf den zu regelnden Fall bzw. Sachverhalt,²⁰³ wobei insoweit - wie zu zeigen sein wird - zwischen Regelungsgegenstand und -anlass differenziert werden kann (s. A.III.2.a. und b.). Fehlt es an der hinreichenden Individualität und Konkretheit, handelt es sich materiell nicht mehr um einen Verwaltungsakt, sondern um eine abstrakt-generelle Rechtsnorm, deren Erlass im staatlichen Gewaltengefüge zuvorderst dem demokratisch legitimierten Gesetzgeber obliegt und nur eingeschränkt der Verwaltung übertragen werden darf (vgl. Art. 80 GG). Mit der Handlungsform der Allgemeinverfügung dürfen Verwaltungsbehörden daher grundsätzlich keine abstrakt-generelle Normsetzung betreiben.²⁰⁴

Die Allgemeinverfügung bewegt sich also auf einer Skala von Individualität und Generalität sowie Konkretheit und Abstraktheit zwischen dem konkret-individuellen Verwaltungsakt und der abstrakt-generellen Rechtsnorm.²⁰⁵ Zur Unterscheidung von der abstrakt-

²⁰³ Vgl. *Ruffert*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), *Allg. VerwR*, § 21 Rn. 32; vgl. auch *Kahl*, *JURA* 2001, 505, 510 f.; *Wallerath*, *Allg. VerwR*, § 7 Rn. 31; *Siegel*, *Allg. VerwR*, Rn. 322; *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), *FS Wolff*, S. 167, 185 ff., 195; *Reimer*, *Zur Theorie der Handlungsformen des Staates*, 2008, S. 120; *Volkmar*, *Rechtssatz und Einzelakt*, S. 258; *Axer*, *Normsetzung der Exekutive in der Sozialversicherung*, S. 37; *Jaag*, *Rechtssatz und Einzelakt*, S. 30, 66; vgl. auch *Wandschneider*, *Allgemeinverfügung*, S. 6 f., 9 ff. mit einem Überblick über den Meinungsstand.

²⁰⁴ Siehe *Ramsauer*, *JURIDICA International* 2014, 69, 76; *ders.*, in: Kopp/Ramsauer (Hrsg.), *VwVfG*, § 35 Rn. 121, 162c; *Schoch*; *JURA* 2012, 26, 30; *Schwarz*, in: Fehling/Kastner (Hrsg.), *VerwR*, 2. Aufl. 2010, § 35 *VwVfG* Rn. 117; vgl. auch *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), *VwVfG*, § 35 Rn. 208; vgl. auch *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), *FS Wolff*, S. 167, 179; s.a. *Glaser*, *Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre*, S. 11 f., 77 f.; *Axer*, *Normsetzung der Exekutive in der Sozialversicherung*, 2000, S. 1 ff., 37; *Bogdandy*, *Gubernative Rechtsetzung*, 2000, S. 246; wohl a.A. *Emmerich-Fritsche*, *NVwZ* 2006, 762, 763 f.

²⁰⁵ Vgl. *Schoch*, *JURA* 2012, 26, 28; s.a. *Laubinger*, *Das „Endiviansalat-Urteil“*, in: Arndt (Hrsg.), *FS Rudolf*, S. 305, 313; *Schwarz*, in: Fehling/Kastner (Hrsg.), *VerwR*, 2. Aufl. 2010, § 35 Rn. 113; *Ramsauer*, in: Kopp/Ramsauer (Hrsg.), *VwVfG*, § 35 Rn. 118, 121; *Ruffert*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), *Allg. VerwR*, § 21 Rn. 32 f.; *BVerwGE* 27, 181, 182; *Wallerath*, *Allg. VerwR*, § 7 Rn. 31, 34; *Ipsen*, *Allgemeines Verwaltungsrecht*, 11. Aufl. 2019, Rn. 340 f.; *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), *FS Wolff*, S. 167, 198 f.; *Buchwald*, *RechtsT* 28 (1997) 85, 86; *Volkmar*, *Rechtssatz und Ein-*

generellen Rechtsnorm muss sie nicht konkret-individuell sein. Es genügt, dass sie individuell *oder* konkret ist (s.a. sogleich A.III.1.).²⁰⁶

II. Materielle statt formeller Abgrenzung von Einzelfallentscheidung und Rechtsnorm

Für die Abgrenzung von Einzelakt und Rechtsnorm wird vorliegend ein allein materieller Ansatz gewählt. Zwar haben Gesetzgeber und Verwaltung die Möglichkeit, die äußere Form einer Handlung zu bestimmen: Sei es, dass der Gesetzgeber bereits in der Ermächtigungsgrundlage ausdrücklich oder konkludent ein Handeln in einer bestimmten Form festlegt²⁰⁷ oder dass die Verwaltung ihre Maßnahme ausdrücklich oder konkludent in eine bestimmte Form einkleidet²⁰⁸. Die äußere Form kann damit fraglos ein Indiz dafür sein, wie der Gesetzgeber oder die Behörde eine Maßnahme in das

zelakt, 76, 258; dazu auch *Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 6 f., 138; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 77; *Jaag*, Die Abgrenzung zwischen Rechtssatz und Einzelakt, 1985, S. 108 f.

²⁰⁶ Vgl. *Laubinger*, Das „Endiviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 311, 313 m.w.N.; *Wallerath*, Allg. VerwR, § 7 Rn. 31; *Schoch*, JURA 2012, 26, 29, 30; vgl. auch *Ramsauer*, Juridica International, 2014, 69, 71; *ders.*, in: Kopp/Ramsauer (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 121; *U. Selkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 267, 283; *Jaag*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 110 ff.; wohl a.A. *Emmerich-Fritsche*, NVwZ 2006, 762, 764; a.A. *Obermayer*, NJW 1980, 2386; ebenfalls *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 206; *Buchwald*, RechtsT 28 (1997) 85, 98.

²⁰⁷ Ausdrücklich z.B. §§ 48t, 48u KWG, konkludent etwa § 15 I, II WpHG durch den Ausschluss der aufschiebenden Wirkung von Widerspruch und Anfechtungsklage, die nur gegen Verwaltungsakte statthaft sind, vgl. dazu *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 22.

²⁰⁸ Etwa Allgemeinverfügung v. 23.07.2019 bzgl. sog. Differenzgeschäfte („Contracts for Difference/CFD“), VBS 7-Wp 5427-2018/0057, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190801_allgvfg_Differenzgeschaefte.html, zuletzt 25.07.2024; sowie Allgemeinverfügung v. 28.06.2019 zur Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers nach § 10d KWG, R 1-AZB 1134-2019/0001, abrufbar https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190628_allgvfg_antizykl_kapitalpuffer.html, zuletzt 25.06.2024.

Handlungsformensystem einordnet bzw. eingeordnet wissen will, und ist ein vermeintlich eindeutiges Kriterium, das eine einfache und sichere Abgrenzung von Rechtsnorm und Einzelakt ermöglicht.²⁰⁹ Auch wenn eine solche Festlegung dazu führt, dass die Maßnahme rechtspraktisch ihrer Form entsprechend behandelt wird, vermag sie gleichwohl nichts an ihrem rechtstheoretischen „Wesen“ zu ändern, das sich nach ihren tatsächlichen Wirkungsmodi bestimmt.²¹⁰ Die äußere Einkleidung bestimmt nicht den Rechtscharakter einer Maßnahme, sondern hat vielmehr dessen Folge zu sein. Denn wie zu zeigen sein wird, knüpfen auf die spezifischen Wirkungsmodi der Handlungsformen abgestimmte Kompetenzzuweisungen, Verfahrensvorschriften und Rechtsschutzmöglichkeiten an die äußere Form an (dazu ausführlich im 4. Teil D.I., E.I., F.II.). Um welche Handlungsform es sich tatsächlich handelt, sollte sich daher nach den materiellen Charakteristika einer Maßnahme richten. Anderenfalls wären spezifisch an die Handlungsformen anknüpfenden Bestimmungen über Kompetenz, Verfahren und Rechtsschutz in das Belieben von Gesetzgeber und Verwaltung gestellt (zu den Grenzen der Handlungsformenwahl im 4. Teil B. und C.) und jede Unterscheidung nach Handlungsformen mit spezifischem Rechtsregime hinfällig.²¹¹ Nachfolgend soll daher zunächst nicht die vom

²⁰⁹ Vgl. *Ramsauer*, *Juridica International*, 2014, 69, 73 f.

²¹⁰ Vgl. gerade zur Bestimmung, dass eine abstrakt-generelle Maßnahme in Form des Verwaltungsaktes bzw. der Allgemeinverfügung ergehen soll *Beschorner*, Individualrechtsschutz bei inkongruenten Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns, 1985, S. 175, 180; *Pestalozza*, Formenmißbrauch des Staates, 1973, S. 137, 140; vgl. auch *Schenke*, NVwZ 1990, 1009, 1012, der darauf hinweist, dass es sich bei der Bestimmung des rechtstheoretischen Charakters einer Maßnahme um eine Frage der allgemeinen Rechtslehre handelt, über die auch der Gesetzgeber nicht spezialgesetzlich zu entscheiden vermag.

²¹¹ Vgl. *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 178, 181, 183 f.; dazu *Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 153; s.a. *Schoch*, JURA 2012, 26, 30; s.a. *Heyle*, NVwZ 2008, 390, 391; s.a. *Bumke*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers, GrdIlg. VerwR, Bd. II, § 34 Rn. 21, 33; *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35

Gesetzgeber oder der Verwaltung gewählte äußere Form (dazu im 4. Teil A.) interessieren, sondern materielle Abgrenzungskriterien als für den rechtstheoretischen Charakter einer Maßnahme allein maßgebliche Kriterien.

III. Kriterien zur materiellen Abgrenzung von Einzelfallentscheidung und Rechtsnorm

Als alternative Handlungsform für die zu untersuchenden finanzaufsichtlichen Maßnahmen kommt rechtstheoretisch neben der personalen Allgemeinverfügung nur die Rechtsverordnung in Betracht. Die administrative Normsetzung umfasst daneben zwar auch Satzungen und Verwaltungsvorschriften.²¹² Die letzten beiden scheidet allerdings von vornherein aus. Ein Satzungsrecht steht juristischen Personen des öffentlichen Rechts kraft Selbstverwaltungsautonomie zur Wahrnehmung von Selbstverwaltungsaufgaben zu²¹³, nicht hingegen Aufsichtsbehörden wie der BaFin, bei der es sich zwar um eine Anstalt, nicht aber um einen funktionellen Selbstverwaltungsträger handelt. Verwaltungsvorschriften haben nicht die

Rn. 17; *Pestalozza*, Formenmißbrauch des Staates, 1973, S. 134 ff., 137, 141; vgl. auch *Reimer*, Theorie der Handlungsformen, S. 128 ff.; *Kresser*, Die Bedeutung der Form für Begriff und Rechtsfolgen des Verwaltungsaktes, 2007, S. 327; *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 54 f. und insb. 87 ff., 102 f., 105 f. zur Untauglichkeit der konditionalen bzw. kategorischen Fassung einer Maßnahme als formelles Abgrenzungskriterium; jedenfalls für die Festlegung der Form durch die Verwaltung auch *Schenke*, NVwZ 1990, 1009, 1010, 1013, 1015, 1016, 1018; anders offenbar *Axer*, Normsetzung der Exekutive in der Sozialversicherung, S. 42.

²¹² Siehe *Ramsauer*, JURIDICA International 2014, 69, 79; s.a. *Ruffert*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 21 Rn. 31.

²¹³ Vgl. *Ramsauer*, JURIDICA International 2014, 69, 79; s.a. *Hoffmann-Riem*, in: ders. (Hrsg.), Offene Rechtswissenschaft, 2010, Kap. 6, S. 965 Rn. 36; *Remmert*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 17 Rn. 7; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 85; *Möstl*, DVBl 2011, 1076, 1078.

zur Durchsetzung der finanzaufsichtlichen Befugnisse erforderliche Außenwirkung und Rechtsverbindlichkeit.²¹⁴

1. Individualisierung des bzw. der Regelungsadressaten

Zur Bestimmung der Individualität einer Maßnahme (Regelungsadressat) werden unter anderem folgende Kriterien vorgeschlagen: namentliche Bezeichnung aller Adressaten, unmittelbares Ansprechen durch individuelle Bekanntgabe, allen Adressaten gemeinsam, sie zweifelsfrei von der Allgemeinheit unterscheidende sachliche Merkmale wie z.B. bestimmte persönliche oder berufliche Eigenschaften.²¹⁵

Adressat ist jedes Rechtssubjekt, sobald es aktuell und nicht bloß theoretisch potenziell in seinem Verhalten von einer angeordneten Rechtsfolge erfasst wird, insbesondere durch eine Berechtigung oder Verpflichtung zu einem aktuellen Tun, Dulden oder Unterlassen.²¹⁶ So ist beispielsweise Adressat der Anordnung, eine Versammlung aufzulösen, nicht jeder, der potenziell an einer Versamm-

²¹⁴ Siehe *Ramsauer*, JURIDICA International 2014, 69, 80; *Ehlers*, in: ders./Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 2, Rn. 51; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 471.

²¹⁵ *Laubinger*, Das „Endiviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 309 f. m.w.N., 316 f.; *Schoch*, JURA 2012, 26; vgl. *Forsthoff*, VerwR, Bd. I, S. 201; *Obermayer*, NJW 1980, 2386, 2387; vgl. auch *Bumke*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdI. VerwR, Bd. II, § 34 Rn. 33; s.a. *Reimer*, Theorie der Handlungsformen, S. 122 f.

²¹⁶ *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 199; ausführlich zur Entwicklung des hier vertretenen *engen Adressatenbegriffs*, sowie zum *weiten Adressatenbegriff*, der bereits bloß potentiell Betroffene erfasst *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 48 ff., 52, 139 f., 143, 257; dazu *Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 138 f.; s.a. *Kirchhof*, Private Rechtsetzung, 1987, S. 69; vgl. auch *Jaag*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 30, 39.

Vom Inhaltsadressaten, also demjenigen, der von einem Verwaltungsakt betroffen wird, ist der Bekanntgabeadressat zu unterscheiden, der durch die ihm gegenüber erfolgende Bekanntgabe eines Verwaltungsakts zum Adressaten wird, dazu *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs, VwVfG, § 37 Rn. 10, § 41 Rn. 21.

lung teilnehmen kann, sondern nur, wer aktuell an der aufzulösenden Versammlung teilnimmt.

a. Bestimmter Adressatenkreis

Unproblematisch ist der Fall, dass die Adressaten im Zeitpunkt des Erlasses *bestimmt* sind. Bestimmt sind die Adressaten, wenn bereits bei Erlass der Maßnahme alle Adressaten, d.h. alle Personen, die von der Maßnahme betroffen sein sollen, objektiv feststehen.²¹⁷ Dies ist der Fall, wenn alle betroffenen Personen zum Erlasszeitpunkt abschließend festgestellt werden können. Ausreichend, aber nicht notwendig ist es dazu, dass alle Betroffenen dem handelnden Hoheitsträger bekannt sind, sodass er sie in der Maßnahme namentlich benennen oder sie unmittelbar durch individuelle Bekanntgabe ansprechen kann. Eine Behörde hat dann die Wahl, ein Bündel von individuell adressierten Einzelverfügungen als sog. Sammelverfügung, also eine Vielzahl von Verwaltungsakten, die mit derselben Regelung die jeweils einzelne Person adressieren, oder eine einzige an alle Personen ohne individuelle Adressierung gerichtete Allgemeinverfügung zu erlassen.²¹⁸ Ausreichend ist es aber auch, wenn alle im Erlasszeitpunkt Betroffenen erst im Nachhinein aufgrund ihrer gattungsmäßigen Beschreibung nach gemeinsamen Merkmalen in der Maßnahme von der Verwaltung bei der Vollziehung der Maßnahme abschließend identifiziert werden können.

²¹⁷ Nicht erforderlich ist, dass alle Adressaten im Erlasszeitpunkt auch subjektiv feststehen, also dem handelnden Hoheitsträger bereits bekannt sind, s. dazu ausführlich und überzeugend *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 58 ff., 258; s.a. *Ehlers*, DVBl 1987, 972, 975; *Jaag*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 52 f., 55 ff.

²¹⁸ *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 277, 278; vgl. auch *Laubinger*, Das „Endiviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 316 f. Nach BVerwG, Urt. v. 22.01.2021 - 6 C 26/19 -, Rn. 27 ff. hingegen soll in diesem Fall eine Allgemeinverfügung wohl nicht statthaft sein: Eine Allgemeinverfügung sei gerade dadurch gekennzeichnet, dass der erfasste Personenkreis zum Erlasszeitpunkt nicht abschließend festgestellt werden könne.

Durch den feststehenden Adressatenkreis, der einer Erweiterung in der Zukunft nicht zugänglich ist, weist die Maßnahme eine zur Unterscheidung von der Rechtsnorm hinreichende Individualität auf.²¹⁹

b. Bestimmbarer Adressatenkreis

Schwierigkeiten bereitet demgegenüber der Fall, dass die Adressaten nach allgemeinen Merkmalen bloß *bestimmbar* sind.²²⁰ Dann ist der Kreis der Adressaten nicht geschlossen, sondern wie bei einer Rechtsnorm zukunfts offen. Damit könnte die Grenze zur Rechtsnorm überschritten sein.²²¹

Zu beachten ist allerdings, dass § 35 S. 2 Var. 1 Alt. 2 VwVfG die Bestimmbarkeit des Adressatenkreises nach allgemeinen Merkmalen ausdrücklich ausreichen lässt. Der Begriff „bestimmbar“ ist dabei nicht so zu verstehen, dass er statt eine Alternative zum Begriff

²¹⁹ Vgl. *Laubinger*, Das „Endiviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 313 f., 315, 322; s.a. *Maurer/Waldhoff*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 21. Aufl. 2024, § 9 Rn. 17; *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 206a, 280; *Obermayer*, NJW 1980, 2386, 2389; *Wallerath*, Allg. VerwR, § 7 Rn. 35; *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 196, 200, 204; *Bumke*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR, Bd. II, § 34 Rn. 33; *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 58 ff., 63 ff.; *Kirchhof*, Private Rechtsetzung, S. 67, 72 f.; kritisch *Jaag*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 52 f., 55 f., 59 ff., kritisch allerdings bzgl. der nur kollektiven Umschreibung eines geschlossenen Adressatenkreises.

²²⁰ *Laubinger*, Das „Endiviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 317; s.a. *Ramsauer*, Juridica International, 2014, 69, 71; *Lübbe*, BayVBl 1995, 97, 98; *Obermayer*, NJW 1980, 2386, 2389; kritisch zum Begriff der Bestimmbarkeit *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 67 ff.

²²¹ Dafür *Laubinger*, Das „Endiviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 318, 322; ebenso *Obermayer*, NJW 1980, 2386, 2389, der in der Konsequenz sogar von der Nichtigkeit des § 35 VwVfG ausgeht; hierzu *Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 230 ff.; *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 258; s.a. Bundesministerium des Inneren (BMI), Musterentwurf eines Verwaltungsverfahrensgesetzes (EVwVerfG 1963), 2. Aufl. 1968, S. 137; *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 197 f., 200 f.; nicht eindeutig *Kahl*, JURA 2001, 505, 511; s.a. *Schoch*, JURA 2012, 26, 28; *Ramsauer*, Juridica International, 2014, 69, 71 f.; *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 9 Rn. 17 f.

„bestimmt“ zu bilden, lediglich die der Bestimmtheit vorgelagerte Subsumtion der allgemeinen Merkmale zur Bestimmung des Adressatenkreises umschreibt; gemeint ist gerade nicht, dass der Adressatenkreis im Erlasszeitpunkt zwar nicht schon der Behörde bekannt sein, aber objektiv doch schon feststehen muss, so dass die Behörde aufgrund dieser Bestimmtheit bei Vollziehung der Allgemeinverfügung nur noch feststellen muss, ob eine Person zum Adressatenkreis gehört oder nicht.²²² Nach eben Gesagtem ist der Adressatenkreis dann schon bestimmt, so dass der Zusatz „... oder bestimmbar“ in § 35 S. 1 VwVfG andernfalls überflüssig wäre. Einer derart konstruierten Interpretation, die weder in Wortlaut, Systematik noch Entstehungsgeschichte Anklang findet, bedarf es zudem nicht. Die gebotene Abgrenzbarkeit zur Rechtsnorm wird auch ohne sie dadurch sichergestellt, dass man für die Bestimmbarkeit nach allgemeinen Merkmalen eine gattungsmäßige Bestimmung der Adressaten verlangt, die den personalen Anwendungsbereich gegenüber dem einer Rechtsnorm zurücknimmt.

c. Einzelfallbezug auch bei offenem Adressatenkreis

Entscheidend ist aber, dass der Einzelfallbezug nicht allein durch den Adressaten determiniert wird, sondern auch durch die Konkretheit der Maßnahme hergestellt werden kann.²²³ Nach dem eindeutigen Wortlaut des § 35 VwVfG und dem darin zum Ausdruck kommenden Willen des Gesetzgebers ist nicht allein die Individuali-

²²² Dafür aber *Laubinger*, Das „Endviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 318; s.a. *Ehlers*, DVBl 1987, 972, 975.

²²³ Vgl. BVerwG, Urt. v. 22.01.2021 - 6 C 26/19 -, Rn. 26; *Schoch*, JURA, 2012, 26, 28; *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 206, 207, 284; *Ruffert*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 21 Rn. 36; s.a. *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 9 Rn. 18 f.; *Kahl*, JURA 2001, 505, 511; *Ehlers*, DVBl 1987, 972, 975; s.a., allerdings zweifelnd *Ramsauer*, Juridica International, 2014, 69, 72; a.A. *Kirchhof*, Private Rechtsetzung, S. 60 ff.

tät, sondern die Konkretheit ebenso maßgebliches Abgrenzungskriterium. So spricht schon § 35 S. 1 VwVfG vom Einzelfall und nicht von Einzelpersonen. Nur Satz zwei spricht im Unterschied dazu den Personenkreis an, an den sich die Maßnahme richtet. Mithin ist § 35 VwVfG eine Differenzierung zwischen Fall und Adressat immanent. § 35 S. 2 VwVfG lässt nun in Var. 1 die bloße Bestimmbarkeit des Adressatenkreises nach allgemeinen Merkmalen ausreichen und verzichtet in Var. 2 und 3 sogar gänzlich auf das Erfordernis eines unmittelbaren Adressaten.²²⁴

Die ursprüngliche Entwurfsfassung des VwVfG sah noch eine Definition der Allgemeinverfügung vor, die auf den Zusatz „oder bestimmbar“ verzichtete. Der Zusatz wurde im Gesetzgebungsverfahren nach anfänglichen Zweifeln der Bundesregierung auf den Vorschlag des Bundesrates bewusst aufgenommen. An dem Bestreben, mit der Legaldefinition der Allgemeinverfügung eine Abgrenzung zur Rechtsnorm zu ermöglichen, änderte sich durch die Ergänzung nichts.²²⁵ Das Vorliegen eines Einzelfalls, den die Verwendung der Handlungsform der Allgemeinverfügung nach § 35 S. 1 u. 2 VwVfG voraussetzt, muss sich danach sowohl aus der Bestimmtheit des bzw. der Adressaten (Individualität) als auch aus der Bestimmtheit

²²⁴ Maurer/Waldhoff, Allg. VerwR, § 9 Rn. 19, 31; U. Stelkens, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 207; s.a. Forsthoff, VerwR, Bd. I, S. 202; Kahl, JURA 2001, 505, 511; Siegel, Allg. VerwR, Rn. 325; Ipsen, Allg. VerwR, Rn. 351; Ehlers, DVBl 1987, 972, 974; s.a. auch, i.E. aber a.A. Heyle, NVwZ 2008, 390, 391.

²²⁵ Siehe zunächst BMI, EVwVerfG 1963, 2. Aufl., S. 22, 137, sodann Gesetzesentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Verwaltungsverfahrensgesetzes v. 21.9.1970, BT-Drs. VI/1173, S. 45 f., 85, 90 und Gesetzesentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Verwaltungsverfahrensgesetzes (VwVfG) v. 18.07.1973, BT-Drs. 7/910, S. 15, 57, 102, 109, Bericht und Antrag des Innenausschusses v. 18.12.1975, BT-Drs. 7/4494, S. 8, 22 und schließlich § 35 S. 2 VwVfG in der Fassung der Bekanntmachung v. 29.05.1976, BGBl. I 1976, S. 1253, 1263, der noch der aktuelle § 35 VwVfG in der Fassung vom 23.01.2003, BGBl. I 2003, S. 102, 112 entspricht; hierzu und zum Gesetzgebungsverfahren Wandschneider, Allgemeinverfügung, S. 205 ff., 209 f. m.w.N.

des zu regelnden Sachverhalts (Konkretheit) ergeben können²²⁶, was zusammen eine graduelle Unterscheidung zwischen Einzelakt und Rechtsnorm erlaubt. Eine bloß binäre Unterscheidung nach feststehendem und geschlossenem Adressatenkreis lässt eine sachgerechte Differenzierung kaum zu und stellt sich daher als unterkomplex dar.²²⁷ Allein der Umstand, dass der Adressatenkreis nicht geschlossen ist, schließt daher die Einordnung einer Maßnahme als Allgemeinverfügung nicht aus. Auch eine konkret-generelle Maßnahme ist als Einzelakt und nicht als Rechtsnorm zu qualifizieren.²²⁸

²²⁶ Überwiegende Meinung: BVerwGE 70, 77, 81, allerdings zur sachbezogenen Allgemeinverfügung; s.a. *Ramsauer*, in: Kopp/Ramsauer (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 158, 162, 162c; *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 206; *Ruffert*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 21 Rn. 36; s.a. BVerwGE 27, 181, 182 für Verkehrszeichen; s.a. *Kahl*, JURA 2001, 505, 511; s. insb. auch *Buchwald*, RechtsT 28 (1997) 85, 87 ff., 90, 98; *Axer*, Normsetzung der Exekutive in der Sozialversicherung, S. 38 f.; *Beschorner*, Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns, S. 179; *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 246; noch a.A.: *Vogel* BayVBl 1977, 620; *Obermayer*, NJW 1980, 2386, 2389; *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 203; *Kirchhof*, Private Rechtsetzung, S. 60 ff.; rechtshistorischer Überblick bei *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, 24 ff.

²²⁷ Überwiegende Meinung: hier statt vieler bereits *Wallerath*, Allg. VerwR, § 7 Rn. 31, 35; insbesondere auch *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 77 ff.; vgl. *Kahl*, JURA 2001, 505, 511; s.a. *Buchwald*, RechtsT 28 (1997) 85, 87 f.; s.a. *Jaag*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 68; noch a.A.: *Vogel*, BayVBl 1977, 616, 620; ebenfalls *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 203; ebenso *Obermayer*, NJW 1980, 2386, 2389; insbesondere zur Überholung der Ansicht *Obermayers Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 230 ff.; rechtshistorischer Überblick zu den verschiedenen Ansichten bei *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 24 ff.

²²⁸ Dafür ebenfalls *Schwarz*, in: Fehling/Kastner (Hrsg.), VerwR, 2. Aufl. 2010, § 35 VwVfG Rn. 120; *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 284; *Ruffert*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 21 Rn. 35, 36; *Ipsen*, Allg. VerwR, Rn. 345, 351; s.a. *Siegel*, Allg. VerwR, Rn. 324 f., 349 f.; vgl. auch BVerwG NJW 1961, 2077, 2078 - *Endviensalat*; *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 171 ff.; zweifelnd *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 9 Rn. 18.

d. Bestimmbarkeitsanforderungen bei offenem Adressatenkreis

Zur Abgrenzung von der Rechtsnorm sind dann aber strenge Anforderungen an die Bestimmbarkeit der Adressaten nach allgemeinen Merkmalen zu stellen. Der Adressatenkreis darf zwar für die Zukunft offen sein. Es genügt aber nicht, dass die Adressaten im Einzelnen bloß irgendwie bestimmbar sind. Die Adressaten müssen vielmehr durch Merkmale bestimmbar sein, die allen Adressaten in Abgrenzung zur Allgemeinheit gemein sind und sie von dieser in besonderer Weise abheben. Denn auch eine Rechtsnorm muss nach dem Bestimmtheitsgebot einen Adressatenkreis aufweisen, nach dem die Normadressaten letztlich bestimmt werden können.²²⁹ Je präziser und differenzierter die in der Allgemeinverfügung zur Bestimmung des Adressatenkreises genannten Kriterien sind, desto individueller ist die Maßnahme und desto eher kann sie als Einzelfallentscheidung eingeordnet werden. Je genereller die Merkmale sind, desto genereller ist auch die aufsichtsbehördliche Maßnahme, und umso eher ist sie als Rechtsnorm einzuordnen. So ist beispielsweise ein für jedermann geltendes Verbot von Versammlungen in der Innenstadt genereller als das Verbot einer bestimmten Versammlung an einem bestimmten Datum zu einem bestimmten Thema, das nur für den Kreis von Personen gilt, die aktuell gerade an jener Versammlung teilnehmen wollen.

2. Konkretisierung durch Regelungsgegenstand und -anlass

Zur Bestimmung der Konkretheit einer Maßnahme werden bisher folgende Kriterien herangezogen: sachlich, personelle, räumliche

²²⁹ U. Stelkens, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 282; Ehlers, DVBl 1987, 972 975; s.a. Axer, Normsetzung der Exekutive in der Sozialversicherung, S. 39.

und zeitliche Bestimmung von Regelungsgegenstand und/oder -anlass.²³⁰ Die Konkretetheit einer Regelung kann auf die Konkretetheit ihres Gegenstandes und ihres Anlasses bezogen werden.²³¹ Regelungsgegenstand ist das, was die Verwaltung mit einer Maßnahme regelt; Regelungsanlass ist hingegen das, was die Verwaltung veranlasst, etwas zu regeln.²³²

a. Das geregelte Verhalten als Regelungsgegenstand

Dies wirft zunächst die Frage auf, was genau Regelungsgegenstand einer Verwaltungsmaßnahme ist. Man könnte unter dem Gegenstand der Regelung den bereits angesprochenen Fall verstehen, für den synonym auch die Formulierung geregelter Sachverhalt verwendet wird (s. schon oben A.I.).²³³ Unter den Begriff Sachverhalt kann man ein personell, sachlich, räumlich und zeitlich zusammenhängend beschreibbares Realgeschehen fassen.²³⁴ Das Tatbestandsmerkmal der Regelung i.S.v. § 35 VwVfG meint allerdings eine verbindliche Anordnung, die auf die Setzung einer Rechtsfolge gerichtet ist, die in der Begründung, Änderung, Aufhebung oder verbindlichen Feststellung von Rechten oder Pflichten bestehen

²³⁰ *Laubinger*, Das „Endiviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 309 ff m.w.N., 312; *Schoch*, JURA 2012, 26; *Lübbe*, BayVBl 1995, 97, 98; *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 283; *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 9 Rn. 20; *Bumke*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdI. VerwR, Bd. II, § 34 Rn. 33; vgl. auch *Buchwald*, RechtsT 28 (1997) 85, 93; *Volkmar*, Rechtsatz und Einzelakt, S. 87 ff., 107 ff.; s.a. *Ramsauer*, JURIDICA International 2014, 69, 76 f.

²³¹ Vgl. *Buchwald*, RechtsT 28 (1997) 85, 98; *Volkmar*, Rechtsatz und Einzelakt, S. 84, 87.

²³² Vgl. BVerwG, Urt. v. 22.01.2021 - 6 C 26/19 -, Rn. 26.

²³³ S. etwa BVerwG, Urt. v. 22.01.2021 - 6 C 26/19 -, Rn. 26; *Kahl*, JURA 2001, 505, 510 f.; *Siegel*, Allg. VerwR, Rn. 322; *Wallerath*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 5. Aufl. 2000, § 7 Rn. 31; *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 9 Rn. 15, 18, 19.

²³⁴ Vgl. *Volkmar*, Rechtsatz und Einzelakt, S. 84 f. m.w.N.; *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 201; *Heyle* NVwZ 2008, 390, 391.

kann.²³⁵ Gegenstand einer so verstandenen Regelung ist nicht ein Realgeschehen, sondern ein Verhalten, das von dem Hoheitsakt geboten, verboten oder erlaubt wird. Der Sachverhalt - also Ort, Zeit, Beteiligte oder Betroffene eines Realgeschehens - ist als solcher einer Regelung durch einen Hoheitsakt nicht zugänglich. Seine Beeinflussung ist nur mittelbare Folge der Regelung des Verhaltens der Adressaten.²³⁶ Regelungsgegenstand ist also nur das Verhalten der Adressaten als Teilausschnitt eines Sachverhalts. Ob eine Maßnahme konkret ist, kann daher zunächst danach bestimmt werden, ob ein bestimmtes einmaliges oder mehrmaliges Verhalten einer oder mehrerer Personen geregelt wird.²³⁷ Dieses Verhalten ist etwa mit Blick auf die zu untersuchenden Maßnahmen im Vorhalten zusätzlicher Kapitalpuffer durch Finanzinstitute und dem Vertrieb von Finanzinstrumenten zu sehen. Stellt man auf das geregelte Verhalten als Regelungsgegenstand ab, so sind verschiedene Konstellationen denkbar.

aa. Einzelverhalten

Zunächst kann ein *einmaliges Einzelverhalten* geregelt werden. Dabei wird von einer Person, die nicht notwendig namentlich benannt zu sein braucht, einmal ein bestimmtes Verhalten verlangt.²³⁸

²³⁵ Statt vieler BVerwGE 69, 374, 377; *Ramsauer*, in: Kopp/Ramsauer (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 88; s.a. *Buchwald*, RechtsT 28 (1997) 85, 93.

²³⁶ *Laubinger*, Das „Endivienalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 312; insb. *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 115 ff., 118 f., 132, 141 f., 257; dazu *Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 142 f.; s.a. *Ehlers*, DVBl 1987, 972, 976; skeptisch *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 202; möglicherweise a.A. BVerwG NJW 1961, 2077, 2078 - *Endivienalat*.

²³⁷ Vgl. *Laubinger*, Das „Endivienalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 313; *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 132, 147, 257; vgl. auch *Jaag*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 67, 70 f., 80 f.; skeptisch *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 202; wohl anders *Buchwald*, RechtsT 28 (1997) 85, 93, s. aber auch 94.

²³⁸ *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 120.

Insoweit handelt es sich um eine individuell-konkrete Regelung und damit um eine Einzelfallentscheidung.²³⁹

Es kann aber auch von einer Person wiederholt - ggf. sogar unbestimmt oft - ein und dasselbe identische Verhalten verlangt werden. Geregelt wird dann ein *wiederholt-identisches Einzelverhalten*.²⁴⁰ Insoweit handelt es sich ebenfalls um eine konkret-individuelle Regelung. Denn sie regelt ein, wenn auch nicht einmaliges, so doch infolge der Identität des Adressaten und seines Verhaltens letztlich einziges Verhalten.²⁴¹

bb. Verhalten einer Mehrzahl von Personen

Sodann kommt die Regelung eines einmaligen oder wiederholten Verhaltens einer Mehrzahl von Personen in Betracht. Eine Maßnahme, die mehreren Personen ein bestimmtes Verhalten aufgibt, hat zugleich eine Mehrzahl von Regelungsgegenständen. Denn von jedem angesprochenen Adressaten wird ein eigenes, infolge der

²³⁹ Die Konstellation des einmaligen Einzelverhaltens ist nicht deckungsgleich mit dem Fall, dass eine bestimmte Person individuell adressiert wird (s.o. A.III.1.a.), da darüber hinaus auch die Konstellation erfasst wird, dass die Maßnahme abstrakt-generell formuliert und öffentlich bekanntgegeben wird, ihre Rechtswirkungen sich aber auf das Verhalten einer bestimmten Person beschränken, ausführlich *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 212.

²⁴⁰ *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 121.

²⁴¹ Die Identität des Verhaltens ändert strenggenommen nichts daran, dass es mehrmals wiederholt wird, so dass man auch eine Vielzahl von Verhalten und damit eine abstrakte Regelung annehmen kann. Dann handelt es sich aber gleichwohl nicht um eine abstrakt-generelle, sondern um eine abstrakt-individuelle Regelung, was nichts an ihrer Qualifikation als Einzelfallentscheidung ändert, so dass hierauf nicht weiter eingegangen werden braucht; s. insb. *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 9 Rn. 21, die insoweit nicht von einer abstrakt-individuellen, sondern von einer konkreten Regelung mit Dauerwirkung ausgehen; *Siegel*, Allg. VerwR, Rn. 327; *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 205; dazu *Laubinger*, Das „Endviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 310 f.; vgl. auch *Ruffert*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), VerwR, § 21 Rn. 34; s.a. *Heyle*, NVwZ 2008, 390, 391; *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 150, 154 ff, 160 f.; dazu *Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 144.

Personenverschiedenheit der Rechtssubjekte logisch und tatsächlich mit denen der anderen Adressaten nicht identisches Verhalten verlangt, so dass insgesamt mehrere Verhalten geregelt werden. Ist der Personenkreis bestimmt (§ 35 S. 2 Var. 1 Alt. 1 VwVfG), stehen also alle betroffenen Personen, ohne notwendigerweise namentlich benannt zu sein, im Erlasszeitpunkt objektiv unveränderlich fest (s.o. A.III.1.), so ist damit die Regelung auf eine bestimmte Zahl von Verhalten beschränkt, so dass der Regelungsgegenstand als zur Abgrenzung von der Rechtsnorm hinreichend konkret anzusehen ist. Es handelt sich wegen des feststehenden Adressatenkreises ebenfalls um einen konkret-individuellen Einzelakt. Adressiert eine Maßnahme eine unbestimmte Vielzahl von Personen, hat sie demgegenüber auch eine unbestimmte Vielzahl von Regelungsgegenständen.²⁴² Die Individualität bzw. Generalität des Adressatenkreises bestimmt damit grundsätzlich auch über die Konkretheit bzw. Abstraktheit des Regelungsgegenstandes.

cc. Sonderfall Gesamtverhalten

Einen seltenen Sonderfall, in dem die Generalität des Adressatenkreises nicht zur Abstraktheit des Regelungsgegenstandes führt, dürfte es darstellen, wenn der Adressatenkreis der Maßnahme offen für künftige Adressaten ist, das Verhalten jeder aktuell betroffenen Person aber jeweils vom Verhalten der anderen aktuell betroffenen Personen abhängt. Kann keine von den aktuell betroffenen Personen allein handeln, so kann man das notwendige Zusammenwirken als ein *Gesamtverhalten* zusammenfassen. Anwendungsfälle für ein solches Gesamtverhalten dürften allerdings

²⁴² *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 204 f.; dazu *Laubinger*, Das „Endivensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 310 und m.w.N.; s.a. *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 9 Rn. 18; *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 121, 169 f.; *Jaag*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 67.

rar sein. Es kann sich beispielsweise niemand allein versammeln, so dass eine bestimmte Versammlung als ein Gesamtverhalten mehrerer Personen angesehen werden könnte.²⁴³ Da damit letztlich nur ein Verhalten - das Sichversammeln mehrerer, potenziell unbestimmt vieler, Personen - geregelt wird, könnte bei dem Verbot einer bestimmten Versammlung von einer konkret-generellen Einzelfallentscheidung ausgegangen werden.²⁴⁴

Im Übrigen werden aber, wenn der Adressatenkreis bloß bestimmbar und damit für eine künftige Erweiterung offen ist, nicht nur mehrere aktuelle Verhalten, sondern potenziell unendlich viele künftige Verhalten und damit eine unbestimmte Vielzahl von Verhalten geregelt. Dann ist der Regelungsgegenstand nicht mehr konkret, sondern abstrakt.

dd. Einzelfallbezug und Bestimmtheitsanforderungen bei der Regelung einer unbestimmten Vielzahl von Verhalten

Aus dem Zusammenspiel von § 35 S. 1 und 2 VwVfG ergibt sich allerdings, dass sich nach der Vorstellung des Gesetzgebers die Regelung des Verhaltens eines bloß nach allgemeinen Merkmalen bestimmbar und damit offenen Personenkreis und eines konkreten Einzelfalls nicht ausschließen sollen. Während Satz 1 von der Regelung des Einzelfalls spricht, erstreckt Satz 2 diesen auf ebendiesen Fall. Nach der Vorstellung und Normkonzeption des Gesetzge-

²⁴³ Vgl. *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 123 f., 128, 257, dessen Beispiel, ein an alle Einwohner einer Gemeinde gerichtetes Gebot, einen Graben auszuheben, allerdings nicht überzeugt. Einen Graben kann man auch allein ausheben. S. aber auch S. 128 zum Versammlungsverbot; kritisch allerdings auch zum Versammlungsbeispiel *Heyle*, NVwZ 2008, 390, 391 Fn. 18; ebenso *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 187 ff, 202; s.a. *Jaag*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 86 f.

²⁴⁴ Vgl. *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 124 f, 161; skeptisch *Heyle*, NVwZ 2008, 390, 391 Fn. 18; ebenso *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 187 ff, 202.

bers muss eine Konkretisierung der Maßnahme also nicht nur durch das geregelte Verhalten erfolgen können, sondern auch durch andere Momente. Trotz der Regelung einer unbestimmten Vielzahl von Verhalten kann der Regelungsgegenstand, also das geregelte Verhalten, zudem abstrakter oder konkreter bestimmt sein. So kann man nicht bestreiten, dass es auf der Skala von konkret bis abstrakt einen Unterschied ausmacht, ob beispielsweise der Verkauf von Salat insgesamt verboten wird, nur der Verkauf von Endiviensalat, in ganz Deutschland, nur in Baden-Württemberg oder nur aus Anlass einer akuten Typhuseuche in Nord- und Südwürttemberg beschränkt auf dieses Gebiet und zeitlich befristet.

b. Der Sachverhalt als Regelungsanlass

Die Regelung kann daneben nun nicht nur durch ihren unmittelbaren Gegenstand eine Konkretisierung erfahren, sondern auch durch den Sachverhalt insgesamt, der zwar nicht Regelungsgegenstand ist (s.o.), aber den Regelungsanlass bildet. Für die Berücksichtigungsfähigkeit des Sachverhalts als Regelungsanlass spricht der Wortlaut des § 35 S. 1 VwVfG, der den Verwaltungsakt nicht als Regelung eines Einzelfalls, sondern als Maßnahme „zur Regelung eines Einzelfalls“ definiert.²⁴⁵

²⁴⁵ U. Stelkens, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 286; s.a. Wallerath, Allg. VerwR, § 7 Rn. 35; Lübke, BayVBl 1995, 97, 99; i.E. ebenfalls, allerdings ohne hinreichende Differenzierung zwischen Gegenstand und Anlass BVerwG NJW 1961, 2077, 2078 - *Endiviensalat*; s. zur Differenzierung zw. Regelungsgegenstand und -anlass auch Maurer/Waldhoff, Allg. VerwR, § 9 Rn. 18; ebenfalls mit einer Differenzierung zwischen Regelungsgegenstand und -anlass, Ehlers, DVBl 1987, 972, 976; allg. offen für ein Abstellen auf verschiedenen Aspekte auch Wand-schneider, Allgemeinverfügung, S. 6 f.; s.a. Jaag, Rechtssatz und Einzelakt, S. 68 ff., 81 f.

aa. Sachliche, zeitliche und örtliche Anknüpfungspunkte einer Regelung

Regelungsanlass ist der Sachverhalt, der die Verwaltung zum Ergreifen einer regelnden Maßnahme veranlasst.²⁴⁶ Der Sachverhalt umfasst nicht nur das geregelte Verhalten als Teil eines zusammenhängenden Realgeschehens, sondern daneben sachliche, zeitliche und örtliche²⁴⁷ Begleitumstände, die einer unmittelbaren hoheitlichen Regelung nicht zugänglich sind.²⁴⁸ So kann die Verwaltung zwar Versammlungen, Seuchen oder Gefahren für die Finanzsystemstabilität oder den Anlegerschutz nicht als solche regeln, aber eben zum Anlass einer Regelung des Verhaltens von Versammlungsteilnehmern, des Groß- und Einzelhandels oder von Finanzmarktakteuren nehmen. Der Sachverhalt, der zum Regelungsanlass genommen wird, kann ebenfalls konkret oder abstrakt sein: Ein abstrakter Sachverhalt ist ein bloß gedachter Sachverhalt, der eine Vielzahl vergleichbarer realer Vorgänge umfasst, indem er all jene Umstände abstrahiert - d.h. gar nicht oder allenfalls allgemein benennt -, die die Vorgänge im Einzelnen unterscheiden, wie z.B. Ort, Zeit, Gegenstand und Grund eines bestimmten Vorgangs. Ein konkreter Sachverhalt ist demgegenüber ein reales Geschehen, das sich durch genau die Umstände, die es von anderen vergleichbaren Realgeschehen im Einzelnen unterscheidet, aus einer denkbaren Vielzahl vergleichbarer Vorgängen heraus konkretisiert,²⁴⁹ wie etwa eine

²⁴⁶ Vgl. BVerwG, Urt. v. 22.01.2021 - 6 C 26/19 -, Rn. 26.

²⁴⁷ Vgl. BVerwG, Urt. v. 22.01.2021 - 6 C 26/19 -, Rn. 26.

²⁴⁸ Ramsauer, *Juridica International* 2014, 69, 77; vgl. auch BVerwG NJW 1961, 2077, 2078 - *Endivienalat*; kritisch zur ähnlichen Differenzierung zwischen Befehlsinhalt und -gegenstand, statt Regelungsgegenstand und -anlass Volkmar, *Rechtssatz und Einzelakt*, S. 111 ff. m.w.N., 130 ff.

²⁴⁹ Vgl. Buchwald, *RechtsT* 28 (1997) 85, 92 ff., 96; vgl. auch Wallerath, *Allg. VerwR*, § 7 Rn. 31; vgl. verkürzt auch Siegel, *Allg. VerwR*, Rn. 322; BVerfGE 36, 383, 400; s.a. Jaag, *Rechtssatz und Einzelakt*, S. 83 ff., 100 ff., der allerdings den Anlass einer Regelung für unbeachtlich hält und stattdessen auf den *geregelten* Sachver-

Demonstration in der Berliner Innenstadt wegen des Besuchs des türkischen Staatsoberhauptes, eine in Nord- und Südwürttemberg ausgebrochene Typhusepidemie oder ein fallender Aktienkurs einer in Bayern ansässigen Aktiengesellschaft wegen einer anhaltenden Leerverkaufsattacke.

Nimmt die Verwaltung einen konkreten Sachverhalt zum Regelungsanlass, so konkretisieren die sachlichen, zeitlich und örtlichen Modalitäten des Sachverhalts zugleich die Maßnahme selbst. Je konkreter der Sachverhalt ist, der zum Regelungsanlass genommen wird, desto konkreter ist auch die Maßnahme. Dies ist insbesondere der Fall, wenn eine Maßnahme aus Anlass eines räumlich und zeitlich ganz bestimmten Ereignisses erfolgt, an dessen Fortbestand die Regelung anknüpft.²⁵⁰

bb. Gefahren- und Risikoabwehr als Regelungsanlass

Gerade im Finanzaufsichtsrecht, das dem Gewerbeaufsichtsrecht zugehörig und daher als Gefahrenabwehrrecht einzuordnen ist, kommt insoweit die Abwehr einer Gefahr als Regelungsanlass²⁵¹ in Betracht. Dementsprechend knüpfen auch die zur Untersuchung ausgewählten finanzaufsichtlichen Befugnisse an die Abwehr einer Gefahr bzw. finanzaufsichtsrechtsspezifisch an die Abwehr eines (systemischen) Risikos an (ausdrücklich: § 10e I 1 KWG, § 48t I KWG, § 15 I WpHG i.V.m. Art. 42 II lit. a) i) MiFIR, § 295 I Nr. 2 VAG i.V.m. Art. 17 II lit. a) PRIIP). Maßgeblich ist insoweit, ob mit der Regelung

halt - Anordnungsobjekte und -subjekte - abstellen will, der neben dem wie hier vertreten allein regelbaren Verhalten aber ebenfalls durch seine räumlichen, zeitlichen und sachlichen Umstände bestimmt wird, die daher ebenso zur Bestimmung der Konkretheit der Maßnahme berücksichtigt werden sollen.

²⁵⁰ Vgl. U. Stelkens, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 287, 306; s.a. Jaag, Rechtssatz und Einzelakt, S. 75.

²⁵¹ Vgl. allgemein BVerwG, Urt. v. 22.01.2021 - 6 C 26/19 -, Rn. 26.

eine konkrete oder bloß eine abstrakte Gefahr abgewehrt werden soll.

Eine konkrete Gefahr ist ein Zustand, bei dessen ungehindertem Fortgang der Eintritt eines bestimmten Schadens in absehbarer Zeit wahrscheinlich ist.²⁵² Eine lediglich abstrakte Gefahr ist hingegen dann anzunehmen, wenn ein solcher Zustand noch nicht eingetreten ist, der Eintritt solcher Zustände aber wahrscheinlich ist. Bezugspunkt der Prognose ist also nicht ein - sachlich, zeitlich und örtlich - bestimmter Fall, der unmittelbar bevorsteht, sondern ein gedachter, typischer Fall, der eintreten könnte.²⁵³ Bei einer abstrakten Gefahr ist noch ungewiss, ob und ggf. wie oft ein Sachverhalt eintritt, bei dessen Vorliegen eine konkrete Gefahr gegeben ist. Wenn er eintritt, pflegt ein Schaden aber mit derselben Wahrscheinlichkeit einzutreten wie bei einer konkreten Gefahr.²⁵⁴

Ein Risiko hingegen unterscheidet sich von einer Gefahr gerade durch den Grad seiner Verwirklichungswahrscheinlichkeit. Ein Risiko ist die bloß entfernte Möglichkeit eines Schadenseintritts im Vorfeld einer Gefahr, die sich erst bei weiterem Fortgang des Geschehens zu einer Gefahr verdichten könnte. Charakteristisch für ein Risiko ist, dass die erforderliche Prognoseentscheidung bereits in einer Situation noch weitgehender Ungewissheit zu erfolgen hat, um einer Gefahr schon vorzubeugen, die später nicht mehr oder nur noch unter erheblichen Schwierigkeiten abgewehrt werden könnte.²⁵⁵ Je nachdem, ob bloß einer gedachten, typischen Gefahrensi-

²⁵² Kaufhold, Systemaufsicht, S. 346; Voßkuhle, JuS 2007, 908; Schoch, JURA 2003, 472; Obermayer, NJW 1980, 2386, 2389 will die Differenzierung zwischen konkreter und abstrakter Gefahr nicht als Abgrenzungskriterium anerkennen.

²⁵³ Vgl. BVerwG NJW 1961, 2077, 2078 - *Endviensalat*; NJW 1970, 1890, 1892; Voßkuhle, JuS 2007, 908, 909; Schoch, JURA 2003, 472 f.; s.a. Lübbe, BayVBl 1995, 97, 100.

²⁵⁴ Voßkuhle, JuS 2007, 908.

²⁵⁵ Schoch, JURA 2003, 472, 473; Di Fabio, Risikoentscheidungen im Rechtsstaat, 1994, S. 98 ff., 113 f.; vgl. auch Wahl/Schütz, in: Schoch/Schneider (Hrsg.), Ver-

tuation, also einer abstrakten Gefahr, vorgebeugt werden soll oder einer konkreten Gefahr, kann wie bei der Gefahr zwischen einem konkreten und abstrakten Risiko differenziert werden.

Maßnahmen, die lediglich eine abstrakte Gefahr regeln, fehlt es an einem konkreten Regelungsanlass, was für ihre Abstraktheit und gegen eine Einordnung als Einzelakt spricht. Soll hingegen eine konkrete Gefahr durch allgemeine Handlungsgebote oder -verbote abgewehrt werden, kann die Konkretetheit des Regelungsanlasses die Annahme einer konkreten Maßnahme und die Qualifikation als Allgemeinverfügung rechtfertigen.²⁵⁶ Entsprechendes gilt dann auch für die Differenzierung zwischen konkretem und abstraktem Risiko, die im Kern der zwischen konkreter und abstrakter Gefahr entspricht.

c. Indizien für die Konkretetheit von Regelungsgegenstand und -anlass

Indizien für die Konkretetheit von Regelungsgegenstand und -anlass können der Maßnahme selbst zu entnehmen sein. Für die Konkretetheit könnten eine Begrenzung des Geltungsbereichs und der Geltungsdauer sprechen.

waltungsrecht, Band VwGO, 44. EL März 2023, § 42 Abs. 2 Rn. 153 m.w.N. aus dem Umweltrecht, in dem sich der Risikobegriff ursprünglich entwickelte; *Scherzberg* VerwArch 84 (1993), 484, 497 ff. will den Risikobegriff nicht an die Eintrittswahrscheinlichkeit anknüpfen, sondern allein an die Prognoseunsicherheit; ähnlich differenzierend *Klafki*, Risiko und Recht, 2017, S. 11 ff.; s. gerade auch zum Systemrisiko *Kaufhold*, Systemaufsicht, S. 348 ff.

²⁵⁶ So wohl auch BVerwG NJW 1961, 2077, 2078 f – *Endviensalat* BVerwG, Urt. v. 22.01.2021 - 6 C 26/19 -, Rn. 26; vgl. auch *Schwarz*, in: Fehling/Kastner (Hrsg.), VerwR, 2. Aufl. 2010, § 35 VwVfG Rn. 122; *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 287, 289, 306; *Lübbe*, BayVBl 1995, 97, 99 f.; aus dem Finanzaufsichtsrecht *Griebeler/Patz*, BKR 2017, 144, 145.

aa. Räumliche Begrenzung des Geltungsbereichs der Maßnahme

Ein Indiz für die Konkretheit des Regelungsgegenstandes bzw. -anlass einer Maßnahme kann darin gesehen werden, dass sie auf einen ganz bestimmten örtlich begrenzten Bereich beschränkt wird, soweit die Beschränkung daraus resultiert, dass ein bestimmtes Verhalten gerade an diesem Ort geregelt werden soll bzw. ein Ereignis gerade an diesem Ort Anlass der Regelung ist.²⁵⁷ Für sich genommen erlaubt allein die räumliche Beschränkung des Geltungsbereichs einer Maßnahme aber nicht ihre Qualifikation als Allgemeinverfügung.²⁵⁸

bb. Zeitliche Begrenzung der Geltungsdauer der Maßnahme

Etwas anderes könnte gelten, wenn sie mit einer Beschränkung der Geltungsdauer kombiniert ist. Längerfristige Handlungs- bzw. Unterlassungspflichten deuten darauf hin, dass Anlass der Regelung ein bloß abstrakter Sachverhalt ist. Eine exakte Angabe des Zeitraums, der für eine konkrete Maßnahme und damit eine Regelung durch Allgemeinverfügung spricht, ist nicht möglich. Sinnvoll erscheint aber eine Orientierung an der Rechtsbehelfsfrist, die für Allgemeinverfügungen nach § 70 I 1 bzw. § 74 I VwGO einen Monat ab Bekanntgabe beträgt.²⁵⁹ Denn bei öffentlich bekanntgegebenen Allgemeinverfügungen, die eine Geltungsdauer von einem Monat

²⁵⁷ So für Verkehrszeichen BVerwGE 27, 181, 183; allg. *Wallerath*, Allg. VerwR, § 7 Rn. 35; s.a. *Jaag*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 75, 92, 95; a.A. *Obermayer*, NJW 1980, 2386, 2388.

²⁵⁸ *U. Stelkens*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs* (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 304; *Jaag*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 91; s.a. *Lübbe*, BayVBl 1995, 97, 98.

²⁵⁹ Dafür *U. Stelkens*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs* (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 285; *Schwarz*, in: *Fehling/Kastner* (Hrsg.), VerwR, 2. Aufl. 2010, § 35 VwVfG Rn. 121; *Obermayer*, NJW 1980, 2386, 2388 will die Geltungsdauer nicht als Abgrenzungskriterium anerkennen; differenzierter *Jaag*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 98 f.

überschreiten, würde, soweit der Adressatenkreis nicht geschlossen ist, Personen, die erst nach Ablauf der Rechtsbehelfsfrist von der Verfügung betroffen werden, in Anbetracht der Bestandskraft von Verwaltungsakten der Rechtsschutz abgeschnitten (ausführlicher noch im 4. Teil F.II.1.a.).²⁶⁰ Nur ausnahmsweise sollten daher Regelungen, die für eine Dauer von über einem Monat gelten, beim Hinzutreten anderer individualisierender und konkretisierender Kriterien als konkrete Allgemeinverfügung qualifiziert werden.²⁶¹ Maßnahmen mit einer sehr kurzen Geltungsdauer von nur einigen Tagen können hingegen im Zweifel als konkrete Regelung und damit als Allgemeinverfügung qualifiziert werden.²⁶²

cc. Zwischenergebnis

Eine örtliche und zeitliche Begrenzung einer Maßnahme kann zur Abgrenzung von Einzelakt und Rechtssatz als Indiz für die Konkretheit herangezogen werden. Je konkreter - i.S.v. begrenzter - der Anwendungsbereich der Maßnahme selbst bestimmt wird, umso eher wird es sich um eine Einzelfallmaßnahme handeln. Eine zwingende Abgrenzung ermöglicht die örtliche und zeitliche Begrenzung allerdings nicht. Denn nach dem Gesagten muss auf der einen Seite ein Einzelakt nicht notwendig in seinem örtlichen und/oder zeitlichen Anwendungsbereich begrenzt sein, um inhaltlich eine konkre-

²⁶⁰ Vgl. so zur Produktintervention und zur Festlegung von Kapitalpuffern *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 20 und *dies.*, WM 2015, 1217, 1215; allg. *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 41 Rn. 140; *Vogel*, BayVBl 1977, 616, 620; s.a. *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 247.

²⁶¹ Vgl. *Schwarz*, in: Fehling/Kastner (Hrsg.), VerwR, 2. Aufl. 2010, § 35 VwVfG Rn. 121; *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 285.

²⁶² Vgl. *Ramsauer*, in: Kopp/Ramsauer (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 122; s.a. BVerwGE 27, 181, 183 f. für Verkehrszeichen; *Bumke*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdI. VerwR, Bd. II, § 34 Rn. 33; *Jaag*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 97 f.; a.A. *Obermayer*, NJW 1980, 2386, 2388.

te Regelung zu treffen. Auf der anderen Seite kann auch ein abstrakt-genereller Rechtssatz in seinem zeitlichen und örtlichen Anwendungsbereich begrenzt sein.²⁶³

3. Wechselwirkung zwischen Individualität des bzw. der Regelungsadressaten und Konkretheit von Regelungsgegenstand und -anlass

An dieser Stelle kann festgehalten werden, dass sich die Individualität des bzw. der Regelungsadressaten und die Konkretheit von Regelungsgegenstand und -anlass wechselseitig beeinflussen.²⁶⁴

Die individuelle Bestimmung eines Adressaten oder Adressatenkreises steht mit Ausnahme des seltenen Falles der Regelung eines Gesamtverhaltens mit der Konkretheit des Regelungsgegenstandes in Wechselwirkung. Stehen der oder die Adressaten im Erlasszeitpunkt objektiv individuell fest, ist die Maßnahme auf eine bestimmte Zahl von Verhalten begrenzt und hat damit zugleich einen konkreten Regelungsgegenstand. Regelt die Maßnahme auch ohne individuelle Benennung des oder der Adressaten einen konkreten Gegenstand, so ist sie auf das Verhalten eines bestimmten Adressaten oder Adressatenkreises begrenzt. Damit ist die Maßnahme zugleich individuell bzw. weist gemessen am Maßstab des § 35 S. 2 VwVfG einen zur Abgrenzung von der Rechtsnorm hinreichenden Grad an Individualität auf (s.o. A.III.2.a.).

Ein konkreter Sachverhalt als Regelungsanlass kann nicht nur zur Konkretisierung der Maßnahme beitragen (s.o. A.III.2.b.), sondern

²⁶³ Vgl. *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 108 ff.; *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 201; *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 9 Rn. 20; vgl. auch *Obermayer*, NJW 1980, 2386, 2388; vgl. auch *Walla*, DöV 2010, 853, 856; s.a. *Lübbe*, BayVBl 1995, 97, 98; *Kirchhof*, Private Rechtsetzung, S. 63; *Jaag*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 90 ff., 109 f.

²⁶⁴ *Buchwald*, RechtsT 28 (1997) 85, 88; *Ehlers*, DVBL 1987, 972, 974 f.

zugleich Merkmale liefern, die eine im Vergleich zur Generalität des personalen Anwendungsbereichs einer Rechtsnorm individuellere Bestimmbarkeit des adressierten Personenkreises ermöglichen (vgl. A.III.1.).²⁶⁵ Ein konkreter Regelungsanlass kann damit ein zur Abgrenzung von der Rechtsnorm hinreichendes Maß sowohl an Konkretheit als auch an Individualität bewirken.²⁶⁶ Je konkreter der Sachverhalt nach Gegenstand, Anlass, Ort und Zeit ist, desto deutlicher lässt sich der Adressatenkreis in Abgrenzung von der Allgemeinheit bestimmen. Je konkreter der Sachverhalt ist, desto individueller wird damit der Adressatenkreis und der Grad der Individualität der Maßnahme. Eine Individualisierung kann also nicht nur durch die Bestimmung der Adressaten selbst erfolgen, sie erfolgt auch durch Konkretisierung des Sachverhalts und vice versa.²⁶⁷

Dass sich Individualität und Konkretheit wechselseitig beeinflussen, ist schließlich ein weiteres Argument dafür, dass beide Kriterien zu Abgrenzung von Allgemeinverfügung und Rechtsnorm heranzuziehen sind (s. A.III.1.). Die Begrenzung einer Maßnahme auf eine Person oder einen feststehenden Personenkreis ist damit hinreichende, aber nicht notwendige Bedingung für die Abgrenzung der Allgemeinverfügung von der Rechtsnorm.²⁶⁸

²⁶⁵ Vgl. auch BVerwG, Urt. v. 22.01.2021 - 6 C 26/19 -, Rn. 27.

²⁶⁶ U. Stelkens, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 207, 286 f.; vgl. auch Ehlers, DVBl 1987, 972, 975.

²⁶⁷ Vgl. Volkmar, Rechtssatz und Einzelakt, S. 169 f.

²⁶⁸ Vgl. Buchwald, RechtsT 28 (1997) 85, 88, 96, 98; s.a. Volkmar, Rechtssatz und Einzelakt, S. 170; dazu Wandschneider, Allgemeinverfügung, S. 145.

4. Zwischenergebnis: Vorschlag eines Konzepts zur Abgrenzung von Einzelakt und Rechtssatz auf Grundlage einer systematisierten Gesamtbetrachtung

Der Übergang von einer individuellen zu einer generellen sowie von einer konkreten zu einer abstrakten Maßnahme wird nicht durch eine feste Linie markiert. Er ist infolge der erforderlichen wertenden Beurteilung und Gesamtbetrachtung der Individualität des Adressatenkreises und der Konkretheit von Regelungsgegenstand und -anlass fließend. Eine stets eindeutige, trennscharfe Abgrenzung von Einzelfallentscheidung und Rechtsnorm ist nicht zu leisten.²⁶⁹ Möglich ist es aber, die gefundenen, in die erforderliche Gesamtbetrachtung einzustellenden Kriterien und Indizien in einem Abgrenzungskonzept zu systematisieren und dadurch die Bestimmung des Individualitäts- und Konkretheitsgrades einer Maßnahme zu vereinheitlichen (s. Abb. 1). Damit können im Interesse von Rechtsanwendern und Rechtsbetroffenen Rechtspraktikabilität und Rechtssicherheit der Abgrenzung von Einzelakt und Rechtssatz gesteigert werden.

²⁶⁹ Vgl. *Ramsauer*, *Juridica International*, 2014, 69, 73; *Bumke*, in: *Voßkuhle/Eifert/Möllers* (Hrsg.), *Grdlg. VerwR*, Bd. II, § 34 Rn. 32, 59; *Axer*, *Normsetzung der Exekutive in der Sozialversicherung*, S. 38 f., 52; *Jaag*, *Rechtssatz und Einzelakt*, S. 247 f.

Abb. 1: Konzept zur systematischen Abgrenzung von Rechtssatz und Einzelakt

1. Individualität der Maßnahme
 - a. individuell benannte Adressaten → Einzelakt
 - b. individuelle Bekanntgabe an alle Adressaten → Einzelakt (Sammelverfügung)
 - c. bestimmter oder bestimmbarer Adressatenkreis
 - objektiv feststehender Adressatenkreis → Einzelakt
 - ansonsten: präzise und differenzierte Beschreibung des Adressatenkreises
2. Konkretheit der Maßnahme
 - a. Konkretheit des Regelungsgegenstands
 - Regelung eines einmaligen Einzelverhaltens → Einzelakt
 - Regelung eines wiederholt-identischen Einzelverhaltens → Einzelakt
 - Regelung eines Gesamtverhaltens → Einzelakt
 - b. Konkretheit des Regelungsanlasses
 - Indizien für die Konkretheit der Regelung
 - Beschränkung der Geltungsdauer auf die Rechtsbehelfsfrist
 - Beschränkung des Geltungsbereichs auf einen bestimmten Ort
 - konkreter Sachverhalt
 - konkrete Gefahr bzw. konkretes Risiko → Einzelakt
 - sachlich, räumlich, zeitlich präzise Bestimmung des Sachverhalts

In einem ersten Schritt (1.) sollte danach gefragt werden, ob die Maßnahme an einen oder mehrere individuell - d.h. namentlich - bestimmte Adressaten gerichtet ist (1.a.), da es sich dann offensichtlich um eine zumindest individuelle und damit um eine Einzelfallentscheidung handelt.²⁷⁰ Ist dies nicht der Fall, ist zu prüfen, ob die Maßnahme individuell an ihre Adressaten bekanntgegeben wurde und sich der Adressatenkreis auf ebendiese beschränken soll (1.b.). Dann ist die Maßnahme an einen geschlossenen und damit bestimmten Personenkreis gerichtet und ebenfalls offensichtlich eine zumindest individuelle Einzelfallentscheidung in Gestalt einer Sammelverfügung²⁷¹ (s. zu beiden Fällen auch oben A.III.1.a.).²⁷² Ist auch das nicht der Fall, muss gefragt werden, ob der Adressaten-

²⁷⁰ *Obermayer*, NJW 1980, 2386, 2387; *Ipsen*, Allg. VerwR, Rn. 343; s.a. *Laubinger*, Das „Endviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 316; s.a. *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 77.

²⁷¹ *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 277.

²⁷² *Obermayer*, NJW 1980, 2386, 2387; *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 206a, 280; vgl. *Ipsen*, Allg. VerwR, Rn. 345; vgl. auch *Laubinger*, Das „Endviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 315; f.; s.a. *Walzerath*, Allg. VerwR, § 7 Rn. 34 f.; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 77.

kreis anhand allgemeiner Merkmale bestimmt ist (1.c.). Entscheidend ist dabei, dass der Adressatenkreis im Erlasszeitpunkt geschlossen ist und alle Adressaten anhand ihnen gemeinsamer Merkmale zweifelsfrei identifiziert werden können.²⁷³ Ist der Adressatenkreis nicht geschlossen oder bestehen Zweifel, so gilt: Je präziser und differenzierter der Adressatenkreis anhand von Merkmalen beschrieben wird, die ihn von der Allgemeinheit abgrenzen, desto individueller ist die Maßnahme. In diesem Fall müssen für die Annahme einer Einzelfallentscheidung aber stets zusätzliche konkretisierende Momente hinzutreten.

Dann ist in einem zweiten Schritt (2.) die Konkretheit der Maßnahme zu prüfen, zunächst die Konkretheit des Regelungsgegenstandes. Konkret ist der Regelungsgegenstand unstreitig bei der Regelung eines einmaligen Einzelverhaltens sowie bei der Regelung eines wiederholt-identischen Einzelverhaltens (s.o. A.III.2.a.aa.).²⁷⁴ Auch im seltenen Fall eines Gesamtverhaltens (s.o. A.III.2.a.cc.) kann von einem konkreten Regelungsgegenstand ausgegangen werden.²⁷⁵ In all diesen Fällen handelt es sich um Einzelfallentscheidungen. Liegt keiner dieser Fälle vor, so ist der Regelungsgegenstand abstrakt. Die Annahme einer Einzelfallentscheidung kommt dann nur in Betracht, wenn die Maßnahme einen konkreten Regelungsanlass hat. Als erste Indizien können dafür eine Beschränkung des Geltungsbereichs der Maßnahme auf einen bestimmten Ort und/oder ihrer Geltungsdauer auf die Dauer der Rechtsbehelfsfrist

²⁷³ Vgl. *Obermayer*, NJW 1980, 2386 f., 2389; *Laubinger*, Das „Endviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 318, 322.

²⁷⁴ Streitig ist bei der Regelung eines wiederholt-identischen Einzelverhaltens lediglich, ob es sich dabei um eine abstrakt-individuelle, s. etwa *Heyle*, NVwZ 2008, 390, 391 oder sogar eine konkrete Einzelfallentscheidung handelt, s. insb. *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 9 Rn. 21; s. i.Ü. bereits Fn. 241 m.w.N.

²⁷⁵ *Volkmar*, Rechtssatz und Einzelakt, S. 124 f, 161; skeptisch *Heyle*, NVwZ 2008, 390, 391 Fn. 18; ebenso *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 187 ff, 202.

für die Anfechtung eines Verwaltungsaktes herangezogen werden (s.o. A.III.2.c.). Ist dies der Fall, können im folgenden geringere Anforderungen an die Konkretheit des Regelungsanlasses gestellt werden. Andernfalls verschärfen sich die Anforderungen an die Konkretheit des Regelungsanlasses. Dies gilt umso mehr, je unpräziser und undifferenzierter die Merkmale zur Bestimmung des Adressatenkreises sind (s.o.). Für die Konkretheit des Regelungsanlasses ist zu fragen, ob dieser in einem abstrakten oder konkreten Sachverhalt zu sehen ist (s.o. A.III.2.b.) und wenn er in einem konkreten Sachverhalt besteht, wie präzise er in sachlicher, räumlicher und zeitlicher Hinsicht beschrieben ist. Konkret ist er insbesondere, wenn er in einem sachlich, räumlich und zeitlich ganz bestimmten Ereignis, wie insbesondere einer konkreten Gefahr oder einem konkreten Risiko, zu finden ist.²⁷⁶ Je konkreter der Regelungsanlass ist, umso eher kann eine Einzelfallentscheidung angenommen werden. Dies gilt wiederum umso mehr, je präziser und differenzierter zugleich der Adressatenkreis beschrieben ist. Dabei darf, da der Verwaltung von Verfassung wegen kein allgemeines Normsetzungsrecht zusteht, allerdings kein allzu extensives Verständnis zugrunde gelegt werden.²⁷⁷

IV. Einordnung der ausgewählten Aufsichtsbefugnisse der BaFin unter Berücksichtigung ausgewählter Anwendungsbeispiele

Im Folgenden werden die ausgewählten Aufsichtsbefugnisse der BaFin unter Berücksichtigung ausgewählter Anwendungsbeispiele mit Blick auf ihren Inhalt und die von ihnen bezweckten Wirkungen

²⁷⁶ Vgl. U. Stelkens, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 286 ff., 306; s.a. BVerwG NJW 1961, 2077, 2078 f - *Endiviensalat*; aus dem Finanzaufsichtsrecht: *Griebeler/Patz*, BKR 2017, 144, 145.

²⁷⁷ Vgl. *Walla*, DÖV 2010, 852, 857; s.a. schon oben A.I., sowie noch im 4. Teil A.

anhand des entwickelten Abgrenzungskonzepts im Spannungsverhältnis von Einzelakt und Rechtssatz eingeordnet.

1. Leerverkaufsverbot

Gemäß § 53 I 1 WpHG i.V.m. Art. 20 VO (EU) Nr. 236/2012 (LeerverkaufsVO) kann die BaFin gedeckte Leerverkäufe verbieten oder bestimmten Bedingungen unterwerfen, wenn ungünstige Ereignisse oder Entwicklungen eingetreten sind, die eine ernstzunehmende Bedrohung für die Finanzstabilität oder das Marktvertrauen darstellen, die Maßnahme erforderlich ist, um der Bedrohung zu begegnen, und die Effizienz der Finanzmärkte im Vergleich zum Nutzen der Maßnahme nicht unverhältnismäßig beeinträchtigt wird.

a. Grundzüge zum Leerverkauf

Leerverkäufe sind Rechtsgeschäfte, die die Übertragung von Finanzinstrumenten (Aktien oder Schuldinstrumenten) zum Gegenstand haben. Bei einem Leerverkauf wird ein Finanzinstrument vom Leerverkäufer zu einem Zeitpunkt verkauft, zu dem es (noch) nicht in seinem „Eigentum“²⁷⁸ steht (vgl. Art. 2 I 1 lit. b) LeerverkaufsVO). Der Verkäufer beschafft sich das Finanzinstrument erst zu einem späteren Zeitpunkt auf dem Kapitalmarkt.²⁷⁹

²⁷⁸ Strenggenommen können nach dem Eigentumsbegriff des BGB nur Sachen im Eigentum stehen (vgl. § 903 BGB), nicht hingegen Finanzinstrumente, bei denen es sich um schuldrechtliche Forderungen handelt. Nur der verfassungsrechtliche Eigentumsbegriff des Art. 14 GG reicht weiter und umfasst auch schuldrechtliche Forderungen, vgl. statt vieler *Brückner*, in: Säcker/Rixecker/Oetker/Limberg (Hrsg.), Münchener Kommentar zum BGB, Band 8, 9. Aufl. 2023, § 903 Rn. 3 f.; *Mülbert/Sajnovits*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 2 VO Nr. 236/2012 Rn. 7 schlagen daher den präziseren Begriff der Rechtsinhaberschaft vor; s.a. *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 208 f.

²⁷⁹ *Mülbert/Sajnovits*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 2 VO Nr. 236/2012 Rn. 5, 7; *Walla*, DÖV 2010, 853; *Weick-Ludewig*, in: Fuchs/Zimmermann(Hrsg.), WpHG, 3. Aufl. 2024, § 53 Rn. 32; *Schlimbach*, Leer-

Man kann zwischen gedeckten und ungedeckten Leerverkäufen unterscheiden. Von einem *gedeckten Leerverkauf* spricht man, wenn der Leerverkäufer vor dem Leerverkauf ein Deckungsgeschäft vornimmt. Er kann sich dazu z.B. das Finanzinstrument bei einem anderen Kapitalmarktteilnehmer für eine Leihgebühr ausleihen, etwa bei einem Indexfond, der durch die Leihgebühr seine Depotrenditen verbessern will. Schuldrechtlich handelt es sich um ein Sachdarlehen (§§ 607 ff. BGB), so dass das Finanzinstrument dem Leerverkäufer zwar übertragen wird, d.h. er wird Rechtsinhaber des geliehenen Finanzinstruments. Nach Ablauf der Leihe muss er dem Verleiher aber ein entsprechendes Finanzinstrument rückübertragen, das er sich dann am Kapitalmarkt zu beschaffen hat. Bei einer wirtschaftlichen Betrachtung bleibt also der Verleiher Eigentümer, so dass es sich weiterhin um einen *Leerverkauf* handelt (vgl. Art. 2 I lit. b) LeerverkaufsVO, Art. 3 I DeIVO Nr. 918/2012).²⁸⁰ Hintergrund dieser Konstruktion ist, dass ohne Leihe der Leerverkauf eines Finanzinstruments unbegrenzt möglich wäre, so dass mehr von ihm verkauft werden können als tatsächlich existieren.²⁸¹ *Ungedeckte Leerverkäufe* können durch dieses Überangebot - ggf. sogar mit der Intention der Marktmanipulation - den Preis für ein Finanzinstru-

verkäufe, S. 8 ff.; s.a. *Lange*, Die Regulierung von Aktienleerverkäufen, 2017, S. 17 f., *Klingenbrunn*, Produktverbote zur Gewährleistung von Finanzmarktstabilität, 2018, S. 99.

²⁸⁰ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 13. Aufl. 2023 Rn. 868, 875; *Mülbert/Sajnovits*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 2 VO Nr. 236/2012 Rn. 8 f., 12 auch zum Begriff des wirtschaftlichen Eigentums, Art. 12, 13 VO Nr. 236/2012 Rn. 30 ff. auch zu alternativen Deckungsgeschäften; s.a. *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 11 f., 112 f., 128 ff.; s.a. *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 19, 155 ff.; *Klingenbrunn*, Produktverbote, S. 103 ff.; s.a. *Weick-Ludewig/Sajnovits*, WM 2014, 1521 f., 1525; *von Buttlar/Petersen*, in: Just/Voß/Ritz/Becker, WpHG, 2015, § 30h Rn. 79 ff.; *Weick-Ludewig*, in: Fuchs/Zimmermann (Hrsg.), WpHG, § 53 Rn. 66 ff.

²⁸¹ *Buck-Heeb*, KapitalmarktR, Rn. 873; *Mock*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Aufl. 2014, § 30h Rn. 2; *Walla*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2022, § 25 Rn. 6.

ment erheblich drücken, eine bereits bestehende Abwärtsspirale verstärken und so schlimmstenfalls eine das gesamte Finanzsystems destabilisierende Finanzkrise auslösen. Dementsprechend beschränken Artt. 12 ff. LeerverkaufsVO die Möglichkeit, Finanzinstrumente leer zu verkaufen, dahingehend, dass nur gedeckte Leerverkäufe zulässig sind.²⁸²

Durch einen Leerverkauf kann ein Leerverkäufer von fallenden Kurswerten profitieren. Verkauft er das Finanzinstrument zum aktuellen Kurswert und kauft es selbst später zu einem niedrigeren Kurswert ein, ergibt sich für ihn ein Gewinn aus der Differenz des Verkaufs- und des Einkaufspreises abzüglich der Leihgebühr.²⁸³ Der wirtschaftliche Hintergrund des Setzens auf einen fallenden Kurswert kann sowohl in der Spekulation als auch in der Absicherung anderer Investitionen, dem sog. *hedging*, bestehen.²⁸⁴

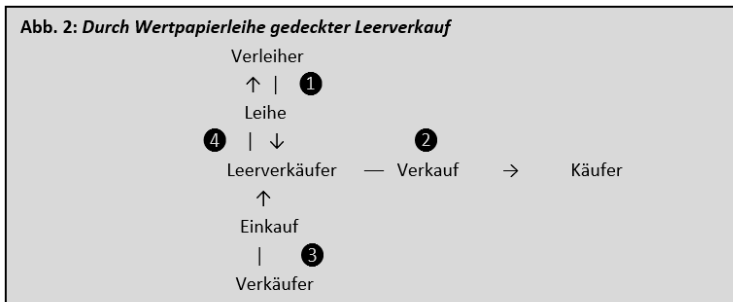
Von einer *Leerverkaufsattacke* spricht man, wenn ein Leerverkäufer eine Leerverkaufsposition von Aktien eines bestimmten Unternehmens aufbaut und dann negative Berichte über das Geschäftsmodell oder die Finanzkennzahlen dieses Unternehmens streut.

²⁸² *Buck-Heeb*, KapitalmarktR, Rn. 873 f.; ausführlich *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 43 ff.; s.a. *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 20; von *Buttler/Petersen*, in: JustVoß/Ritz/Becker, WpHG, § 30h Rn. 1, 74 ff.; *Mock*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Kölner Komm. WpHG, § 30h Rn. 2; s.a. *Zimmer/Beisken*, WM 2010, 485, 487; kritisch zum generellen Verbot ungedeckter Leerverkäufe *Klingenbrunn*, Produktverbote, S. 112 ff., 116, 136 f., s.a. 125 ff. zu Alternativen.

²⁸³ *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 10 f.; *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 19 f.; *Klingenbrunn*, Produktverbote, S. 101; *Walla*, DÖV 2010, 853, 854; *Zimmer/Beisken*, WM 2010, 485, 486.

²⁸⁴ *Buck-Heeb*, KapitalmarktR, Rn. 868 f.; *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 16 f.; *Klingenbrunn*, Produktverbote, S. 101 f.; *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 20; *Mülbert/Sajnovits*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Vor. Art. 1 VO Nr. 236/2012 Rn. 51; *Walla*, in: Veil (Hrsg.), Europ. KapitalmarktR, § 25 Rn. 7.

Damit will der Leerverkäufer eine Verkaufswelle und so einen Kursrutsch verursachen, um von seinen Leerverkäufen zu profitieren.²⁸⁵ Davon abgesehen werden Leerverkäufe in der finanzökonomischen Forschung aber unter vielen Gesichtspunkten als wohlfahrtsfördernd angesehen. Sie ermöglichen es, dass auch negative Informationen, die eine Überbewertung von Finanzinstrumenten korrigieren und einer Blasenbildung entgegenwirken, schnell in den Kurswert von Finanzinstrumenten übersetzt werden und fördern damit insbesondere eine effiziente Preisbildung und Informationsallokation des Marktes.²⁸⁶



b. Gesetzgeberische Vorgaben für Individualität und Konkrettheit von Leerverkaufsverboten der BaFin

Artt. 20, 24 Leerverkaufsverordnung i.V.m. § 53 I WpHG sehen vor, dass die BaFin in bestimmten Ausnahmesituationen - ungünsti-

²⁸⁵ Mülbert/Sajnovits, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Vor. Art. 1 VO Nr. 236/2012 Rn. 76; *dies.*, BKR 2019, 313, 315; Wentz, WM 2019, 196, 197, 198 ff. auch zum Vorwurf der Marktmanipulation; s. dazu auch Schlimbach, Leerverkäufe, S. 220 ff.

²⁸⁶ Mülbert/Sajnovits, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Vor. Art. 1 VO Nr. 236/2012 Rn. 77, 51 ff.; ausführlich Schlimbach, Leerverkäufe, S. 38 ff.; Klingenbrunn, Produktverbote, S. 108 ff.; Lange, Regulierung von Leerverkäufen, S. 37 ff., 64; Wentz, WM 2019, 196, 197 f; Mock, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Kölner Komm. WpHG, § 30h Rn. 2; Zimmer/Beisken, WM 2010, 485, 486.

ge Ereignisse oder Entwicklungen, die eine ernstzunehmende Bedrohung für die Finanzstabilität oder das Marktvertrauen darstellen - vorübergehend auch gedeckte Leerverkäufe verbieten kann.²⁸⁷

Nach der normativen Konzeption der Leerverkaufsverbotsbefugnis schwebt dem Gesetzgeber dabei offenbar ein generelles behördliches Verbot vor. Zwar ließe Art. 20 II S. 1 HS. 1 LeerverkaufsVO mit der Formulierung „im Hinblick auf natürliche oder juristische Personen“ auch ein Verbot gegenüber einem bestimmten Adressaten oder einem geschlossenen Kreis von Adressaten zu (hierzu oben A.III.1.), der gewählte *unbestimmte Plural* „Personen“ deutet aber eher auf eine Vielzahl von Adressaten und einen offenen Adressatenkreis hin. Für eine vom Gesetzgeber intendierte generelle Wirkung spricht insoweit gerade auch, dass Art. 25 I LeerverkaufsVO keine individuelle Bekanntgabe, sondern eine Veröffentlichung der Maßnahme auf der Website der zuständigen Behörde verlangt (vgl. oben A.III.4.). Eine individuelle Adressierung bestimmter Leerverkäufer erscheint wegen der damit möglichen Aufsichtsarbitrage und einer denkbar großen Vielzahl von (potenziellen) Leerverkäufern vor dem Hintergrund einer effektiven Gefahrenabwehr zudem weder zweckmäßig noch praktikabel.

Regelungsgegenstand eines behördlichen Leerverkaufsverbots ist der unbestimmt häufige, voneinander unabhängige Leerverkauf von Aktien durch unbestimmt viele Personen. Mithin ist der Regelungsgegenstand (dazu oben A.III.2.a.) abstrakt. Mit Art. 25 II lit. a) LeerverkaufsVO verlangt aber bereits der Normgeber eine möglichst konkrete Beschreibung des Regelungsgegenstandes. Hiernach muss

²⁸⁷ Vgl. *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 189 f. s.a. 77 ff., 92 ff., 190 ff. für einen Überblick über den Regelungsgehalt und Anwendungsbereich der LeerverkaufsVO sowie den Voraussetzungen für finanzaufsichtliche Eingriffe; s.a. *Mülbert/Sajnovits*, ZBB 2012, 266, 268 ff., 284 f.; *Walla*, in: Veil (Hrsg.), *Europ. Kapitalmarktr*, § 25 Rn. 45 ff.; *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 154 ff.

die Bekanntmachung der verhängten Maßnahme Einzelheiten, insbesondere zu den erfassten Instrumenten und Transaktionen, enthalten.

Eine weiter konkretisierende Wirkung kommt dem vom Gesetzgeber vorgegebenen Anlass (dazu oben A.III.2.b. und c.) für ein behördliches Leerverkaufsverbot zu: Zwar ist eine räumliche Begrenzung des Regelungsbereichs in der Ermächtigungsgrundlage nicht vorgesehen, so dass ein behördliches Leerverkaufsverbot wie eine abstrakt-generelle Bundesverordnung für das gesamte Bundesgebiet Geltung beanspruchen kann; auch erlaubt Art. 24 LeerverkaufsVO eine Regelungsdauer von bis zu drei Monaten - mit wiederholter Verlängerungsmöglichkeit um denselben Zeitraum - und damit für eine die Anfechtungsfrist überdauernde Zeit, was gleichfalls einen abstrakten Regelungsanlass nahelegt. Mögen die gesetzgeberische Nichtbeschränkung des Geltungsbereichs und die vorgegebene Höchstgeltungsdauer hier somit eher eine abstrakte Regelung indizieren, ist beiden aber eben nur eine indizielle Bedeutung beizumessen (s.o. A.III.2.c.cc.). Entscheidender ist demgegenüber, dass der Gesetzgeber offensichtlich davon ausgeht, dass ein behördliches Leerverkaufsverbot nur aus einem konkreten Anlass erfolgt. Auch wenn die vom Gesetzgeber vorgeschriebene Höchstgeltungsdauer länger ist als die Rechtsbehelfsfrist, geht er mit der Beschränkung der Geltungsdauer im Ausgangspunkt doch davon aus, dass die „Ereignisse und Entwicklungen“, die eine Bedrohung darstellen, nur von vorübergehender Natur sind²⁸⁸, es sich mithin also um konkrete Anlässe handelt. Dafür spricht auch die gewählte Formulierung im Perfekt „eingetreten sind“, wonach es sich nicht nur um einen gedachten Fall, sondern um ein Ereignis handeln muss, das bereits begonnen hat und noch andauert. Dementspre-

²⁸⁸ Vgl. EG (27) und (36) LeerverkaufsVO.

chend soll es sich auch nach der amtlichen Überschrift von Art. 20 LeerverkaufsVO um „Beschränkungen von Leerverkäufen und vergleichbaren Transaktionen in Ausnahmesituationen“ [Hervorhebung nur hier] handeln und Art. 20 I lit. a) LeerverkaufsVO setzt nach seinem ausdrücklichen Wortlaut voraus, dass (bestimmte) „Ereignisse oder Entwicklungen“ eine Bedrohung darstellen, bei denen es sich nach dem konkretisierenden Art. 24 DelVO (EU) 918/2012 etwa um den drohenden Ausfall eines Mitgliedstaats oder eines Finanzinstituts, eine erhebliche Abwärtsspirale eines Finanzinstruments oder aber um eine Naturkatastrophe oder einen terroristischen Angriff handeln können soll.²⁸⁹ Schließlich sieht Art. 25 II lit. b) LeerverkaufsVO ausdrücklich vor, dass die Bekanntmachung der Maßnahme „Einzelheiten“ zu den Gründen, aus denen die Behörde die Maßnahme für notwendig hält, also zu den bedrohlichen Ereignissen bzw. Entwicklungen, enthält.

Im Ergebnis gibt damit bereits die Ermächtigungsgrundlage zum behördlichen Leerverkaufsverbot in § 53 I 1 WpHG i.V.m. Art. 20 LeerverkaufsVO eine zwar generelle, aber konkrete Regelung durch die BaFin vor. Die Allgemeinverfügung ist somit die adäquate Handlungsform.

c. Ausgewähltes Anwendungsbeispiel: Verbot des Leerverkaufs von Wirecard-Aktien

Gestützt auf § 53 I 1 WpHG i.V.m. Art. 20 LeerverkaufsVO hat die BaFin am 18.02.2019 erstmals die Begründung und Erhöhung bestehender Netto-Leerverkaufspositionen eines einzelnen Aktienten-

²⁸⁹ Dazu *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 198 f.; *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 319 f.; s.a. *Klingenbrunn*, Produktverbote, S. 225 ff. und dessen Vorschlag eines eigenen Systemrisikokonzepts (S. 208 ff.).

tels, der der Wirecard AG, verboten.²⁹⁰ Die Verfügung adressierte einheitlich alle natürlichen und juristischen Personen mit Sitz in einem EU-Mitgliedstaat oder einem Drittstaat.²⁹¹ Sie erfasste also alle, auch künftige, Leerverkäufer von Wirecardaktien. Der Adressatenkreis war damit offen. Eine weitere Präzisierung der Leerverkäufer erfolgte nicht. Die Verfügung war folglich als generell einzustufen (hierzu oben A.III.1.).²⁹² Dementsprechend wurde das Leerverkaufsverbot auch gemäß Art. 25 I LeerverkaufsVO auf der Homepage der BaFin veröffentlicht. Eine individuelle Adressierung erscheint in Anbetracht potenziell unendlich vieler künftiger Leerverkäufer zur effektiven Abwehr der Leerverkaufsattacke (dazu sogleich) praktisch auch kaum anders handhabbar gewesen zu sein.

Regelungsgegenstand war der unbestimmt häufige, voneinander unabhängige Leerverkauf von Wirecardaktien durch unbestimmt viele Personen. Mithin war der Regelungsgegenstand (hierzu oben A.III.2.a.) abstrakt. Eine gewisse Konkretisierung erfuhr er aber dadurch, dass er - entsprechend Art. 25 II lit a) LeerverkaufsVO - eben nur Aktien der Wirecard AG erfasste.

Eine weitere konkretisierende Wirkung kommt dem Regelungsanlass zu (hierzu oben A.III.2.b. und c.). Eine räumliche Begrenzung sah die Verfügung nicht vor. Ihr zeitlicher Geltungsbereich war zwar bis

²⁹⁰ BaFin, Allgemeinverfügung v. 18.02.2019, GZ: WA 25-Wp 5700-2019/0002, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190218_leerverkaufsmassnahme.html;jsessionid=240D923E561FD7C49323EC3AAA4337ED.1_cid290, zuletzt 25.06.2024; s. dazu auch *Mübert/Sajnovits*, BKR 2019, 313 ff., s.a. 320 ff. zur Rechtmäßigkeit des Leerverkaufsverbots im Fall Wirecard; s.a. *Gurlit*, WM 2020, 105, 112.

²⁹¹ BaFin, Allgemeinverfügung v. 18.02.2019, GZ: WA 25-Wp 5700-2019/0002, a.a.O. (Fn. 290).

²⁹² I.E. hier so auch *Gurlit*, WM 2020, 105, 112.

zum 18.04.2019 und damit auf zwei Monate befristet.²⁹³ Die Frist war damit allerdings doppelt so lang bemessen wie die Rechtsbehelfsfrist des § 70 VwGO, was in Verbindung mit dem unbegrenzten räumlichen Anwendungsbereich Indiz für die Einordnung der Maßnahme als normativ ist. Tatsächlicher Anlass für die Verfügung war allerdings die Feststellung einer massiven Unsicherheit an den Finanzmärkten hinsichtlich der angemessenen Preisbildung für die Aktie der Wirecard AG in den Tagen vor der Verfügung. Als Auslöser dafür machte die BaFin einen beträchtlichen Kursrückgang der Aktie von 40 % in den vorangegangenen zwei Wochen aus. Den Grund für den Kursrückgang der Wirecard-Aktien sah sie darin, dass die Wirecard AG seit Ende Januar 2019 Ziel einer Leerverkaufsattacke gewesen sei.²⁹⁴ Nachdem Unbekannte in beträchtlichem Maße Leerverkaufspositionen in Wirecard-Aktien aufgebaut hatten, wurde in der Financial Times publik, dass Mitarbeiter eines Tochterunternehmens in Singapur durch Buchführungsmanipulation höhere Umsätze vorgetäuscht haben sollen.²⁹⁵ Die Leerverkaufsverfügung der BaFin vom 18.02.2019 adressierte eine Ende Januar 2019 vermeintlich²⁹⁶

²⁹³ BaFin, Allgemeinverfügung v. 18.02.2019, GZ: WA 25-Wp 5700-2019/0002, a.a.O. (Fn. 290).

²⁹⁴ BaFin, Allgemeinverfügung v. 18.02.2019, GZ: WA 25-Wp 5700-2019/0002, a.a.O. (Fn. 290); s. dazu auch *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 320.

²⁹⁵ Ausführlicher zu den Ereignissen die Kurzchronologie bei *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 314 f.; s. etwa auch *Süddeutsche Zeitung* v. 25.02.2019, „Unbekannte sollen Geld für schlechte Wirecard-Presse geboten haben“, abrufbar unter <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/finanzdienstleister-unbekannte-sollen-geld-fuer-schlechte-wirecard-presse-geboten-haben-1.4344047>, zuletzt 25.06.2024.

²⁹⁶ Nach Auslaufen der BaFin-Allgemeinverfügung vom 18.02.2019 stellte sich im Sommer 2020 letztlich heraus, dass die gegen die Wirecard AG erhobenen Vorwürfe der Bilanzfälschung gestimmt haben, vgl. dazu etwa „Der Totalschaden“ im Spiegel vom 19.06.2020, <https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/worum-es-im-wirecard-skandal-geht-a-96c88437-bdd5-4613-87dc-6f6360868fcc>, zuletzt abgerufen am 25.06.2024.

stattfindende Leerverkaufsattacke gegen die Wirecard AG, die in den letzten beiden Wochen vor der Verfügung zu einem beträchtlichen Kursverfall geführt hatte und den Verlust des Marktvertrauens befürchten ließ. Sie hat damit ex ante eindeutig eine räumlich, zeitlich und gegenständlich bestimmte, konkrete Gefahr zum Anlass, für deren Abwehr die von der BaFin gewählte Handlungsform der Allgemeinverfügung zweifelsohne adäquate war.²⁹⁷

2. Produktintervention

Mit Art. 42 MiFIR hat der Unionsgesetzgeber den national zuständigen Finanzaufsichtsbehörden - in Deutschland der BaFin (§ 6 V 1 WpHG) - die Befugnis eingeräumt, Finanzprodukte einschränken zu können, wenn von diesen eine Gefahr für den Anlegerschutz, die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte oder die Stabilität des Finanzsystems ausgeht.²⁹⁸ Im Vorgriff auf das unionsrechtliche Produktinterventionsrecht hatte bereits der deutsche Gesetzgeber eine entsprechende Ermächtigung der BaFin in § 4b WpHG a.F. vorgesehen.²⁹⁹ Mittlerweile sind aber Art. 42 MiFIR³⁰⁰ und § 15 WpHG an

²⁹⁷ Vgl. auch *Gurlit*, WM 2020, 105, 112; i.E. ohne Begründung ebenfalls *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 318 f.; allg. für die Einordnung von Leerverkaufsbeschränkungen als Allgemeinverfügung *dies.*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 18-26 VO Nr. 236/2012 Rn. 14, 16.

²⁹⁸ Vgl. MiFIR EG (29); zuvor bereits Kommission, Vorschlag für VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung [EMIR] über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, v. 20.10.2011, KOM (2011) 652, S. 14; s. zur Entwicklungsgeschichte auch *Cahn/Müchler*, BKR 2013, 45 ff.

²⁹⁹ Dazu *Ehlers*, WM 2017, 420; *Gerding*, BKR 2017, 441 f.; *Bröker/Machunsky*, BKR 2016, 229; *Buck-Heeb*, BKR 2017, 89 f.; *Seitz*, WM 2017, 1883, 1885 f.; *Gläßner*, Beschränkung von Finanzprodukten, S. 294 ff.; *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 1.

³⁰⁰ Nach Art. 55 II VO (EU) Nr. 600/2014 sollte die MiFIR ab dem 03.01.2017 gelten. Der Geltungszeitpunkt wurde durch Art. 1 Nr. 14 lit. a) VO (EU) 2016/1033 allerdings nochmal um ein Jahr verschoben, so dass sie seit dem 03.01.2018 in Geltung ist.

seine Stelle getreten. § 15 I WpHG erweitert für die BaFin ihre Produktinterventionsbefugnis über den Anwendungsbereich des Art. 42 MiFIR hinaus auf Vermögensanlagen und erklärt diesen insoweit für entsprechend anwendbar.³⁰¹

Von ihrer Produktinterventionsbefugnis hat die BaFin bisher etwa Gebrauch gemacht, um sog. *Contracts for Difference* (CFD) zu beschränken, zuletzt mit weiterhin gültiger Verfügung vom 23.07.2019³⁰².

a. Grundzüge zu *Contracts for Difference*

CFDs sind Verträge über den Ausgleich einer Kursdifferenz eines Referenzwertes z.B. eines Aktienkurses. Die Vertragsparteien vereinbaren dabei die Kursdifferenz zwischen Abschluss- und Endzeitpunkt, die häufig nur wenige Stunden oder gar Minuten auseinanderfallen, auszugleichen, ohne dass die Parteien Positionen des Referenzwertes tatsächlich erwerben oder veräußern. Je nachdem, ob der Kunde die Verkaufsposition (*short*) oder Kaufposition (*long*) einnimmt, profitiert er von fallenden oder steigenden Kursen. Bei Vertragsschluss hat er für etwaige Verluste lediglich einen prozentualen Anteil seiner Position als Sicherheit (*margin*) auf einem CFD-Handelskonto zu hinterlegen. Durch die damit verbundene Hebelwirkung (*leverage*) hat er die Möglichkeit, an Kursveränderungen überproportional zu profitieren, bei der gleichzeitigen Gefahr, ein Vielfaches des eingesetzten Geldes zu verlieren. Je niedriger die vorzuhaltende Margin ist, desto größer ist der Hebel. Differenzge-

³⁰¹ Gurlit, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 2, Art. 42 VO Nr. 600/2014 Rn. 5; Gerding, BKR 2017, 441 f.

³⁰² BaFin, Allgemeinverfügung v. 23.07.2019 bzgl. sog. Differenzgeschäfte („*Contracts for Difference/CFD*“), VBS 7-Wp 5427-2018/0057, A. IV., B., abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190801_allgvfg_Differenzgeschaefte.html, zuletzt 25.06.2024.

schäfte haben keine feste Laufzeit. Die Kursdifferenz wird ausgeglichen, wenn die Position *glattgestellt* wird. Dies kann zu einem beliebigen Zeitpunkt auf Wunsch des Kunden erfolgen oder automatisch, wenn keine ausreichende Sicherheit mehr vorhanden ist. CFDs können sowohl zum *hedging* als auch zur Spekulation eingesetzt werden.³⁰³

b. Gesetzgeberische Vorgaben für Individualität und Konkretheit von Produktinterventionen der BaFin

Weder Art. 42 MiFIR noch § 15 WpHG lässt sich entnehmen, dass der Adressatenkreis einer Produktintervention auf individuell bestimmte oder bestimmbare Adressaten zu beschränken ist. Art. 42 MiFIR lässt Produktinterventionen gegenüber Wertpapierfirmen und Kreditinstitute (vgl. Art. 1 II MiFIR) zu. Hierbei schreibt Art. 42 V 1 MiFIR aber eine Veröffentlichung der Produktintervention auf der Website der Aufsichtsbehörde vor, was für einen offenen und damit generellen Adressatenkreis - gegenwärtige und künftige Wertpapierfirmen und/oder Kreditinstitute - spricht (vgl. oben A.III.4.). § 15 I 2 WpHG sieht sogar ausdrücklich vor, dass die Produktintervention „gegenüber jedermann“ und damit einheitlich getroffen werden kann. Folglich ist der von den Gesetzgebern intendierte Adressatenkreis einer Produktintervention als generell einzuordnen. Eine individuelle Adressierung wäre in Anbetracht einer denkbar großen Vielzahl von gegenwärtigen und künftigen Anbietern von Finanzprodukten für die normvollziehende Aufsicht auch kaum effektiv zu praktizieren. Dies gilt umso mehr, wenn mit einer Produktintervention ein Systemrisiko (vgl. Art. 42 II a) i) 3. Alt. MiFIR) in der Quer-

³⁰³ Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 2 WpHG Rn. 75; Roth, in: Hirte (Hrsg.), Kölner Komm. WpHG, 2. Aufl. 2014, § 2 Rn. 107; Jung, in: Fuchs/Zimmermann (Hrsg.), WpHG, Vor §§ 99 und 100 Rn. 67; Seitz, WM 2017, 1883 f.

schnittsdimension abgewehrt werden soll, da ein solches allenfalls aus der Vernetzung mehrere Finanzmarktakteure resultieren kann (dazu im 2. Teil unter A.III.1.), so hatte etwa die BaFin - noch gestützt auf § 4 I 3 WpHG a.F., wobei heute nicht Art. 42 II 1 a) i) Alt. 3 MiFIR, sondern der insoweit speziellere Art. 20 I a) Alt. 1 LeerverkaufsVO einschlägig wäre - in der Finanzkrise von 2008 bis 2010³⁰⁴ ungedeckte Leerverkäufe von Aktien mehrerer in Notlage geratener Finanzinstitute und Anleihen der sie beheimatenden Staaten generell³⁰⁵ untersagt, da die gleichgerichtete Spekulation einer Vielzahl von Finanzmarktakteuren mit ungedeckten Leerverkäufen erhebliche Kursverluste ausgelöst hatte, was die Zahlungsfähigkeit aller angeschlagenen Unternehmen und sogar einzelner Staaten der Eurozone in Frage stellte, ihnen eine Rekapitalisierung erschwerte und dadurch das Finanzsystem insgesamt zu destabilisieren drohte. Regelungsgegenstand einer Produktintervention ist nach Art. 42 I a) und b) MiFIR die Vermarktung, der Vertrieb und der Verkauf von bestimmten Finanzprodukten bzw. Finanztätigkeiten, also das voneinander unabhängige Verhalten einer unbestimmten Vielzahl verschiedener Anbieter, womit der Regelungsgegenstand (dazu oben A.III.2.a.) abstrakt ist. Er soll nach der Konzeption des Gesetzgebers aber wohl eine gewisse Konkretisierung erfahren, da die zuständige Behörde nach Art. 42 III der ESMA und den zuständigen Behörden

³⁰⁴ Vgl. *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 115 f., 123 f.; *Walla*, Die Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Deutschland, 2012, S. 68 f.; *ders.*, DÖV 2010, 853, 854; *Mock*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Kölner Komm. WpHG, § 30h Rn. 2; vgl. auch *von Buttler/Petersen*, in: Just/Voß/Ritz/Becker, 2015, § 30h Rn. 1 ff.; *Bouchon/Mehlkopp*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, § 4a Rn. 1 f., § 30h Rn. 2 f., 6 ff.; s. zur krisenverstärkenden Wirkung von Leerverkäufen in der letzten Finanzkrise auch *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 44, 73 f.; s.a. *Zimmer/Beisken*, WM 2010, 485, 487, 489, *Walla*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2014, § 15 Rn. 1, 8, 10.

³⁰⁵ Zur Einordnung als generell bereits *Walla*, Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Dtl., S. 71; *ders.*, DÖV, 2010, 853, 856; *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 120; s.a. *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 203.

der anderen Mitgliedstaaten sowie nach Art. 42 V 2 MiFIR in der Mitteilung auf ihrer Website „Einzelheiten“ der Produktintervention über das erfasste Finanzprodukt bzw. die Finanztätigkeit anzugeben hat.

Im Unterschied zur Leerverkaufsverbotsbefugnis lässt es die der Finanzaufsicht vom Gesetzgeber eingeräumte Produktinterventionsbefugnis aber zu, dass die Behörde eine bloß abstrakte Gefahr zum Regelungsanlass nimmt. Art. 42 MiFIR und § 15 WpHG sehen grundsätzlich weder eine räumliche noch eine zeitliche Beschränkung der Produktintervention vor, was bereits einen abstrakten Regelungsanlass indiziert (dazu oben A.III.2.c.). Insbesondere die erste Variante des Art. 42 II 1 a) i) MiFIR deutet mit der Formulierung „Bedenken für den **Anlegerschutz**“ [Hervorhebung nur hier] statt Bedenken für Anleger auf eine eher abstrakte Betrachtung hin. Dementsprechend setzt Art. 42 II a) MiFIR tatbestandlich - nicht nur für den Anlegerschutz, sondern auch für den Schutz der Funktionsfähigkeit und Stabilität des Finanzsystems - anders als Art. 20 LeerverkaufsVO (s.o. A.IV.1.b.) keine - jedenfalls nicht zwangsläufig - Reaktion auf ein bestimmtes Ereignis voraus; im Gegenteil lässt Art. 42 II 2 MiFIR sogar ein vorsorgliches Verbot noch vor der Vermarktung, dem Vertrieb und Verkauf an Kunden zu. Bedenken bzw. Gefahren eines Finanzprodukts, noch bevor es überhaupt vermarktet, vertrieben und verkauft wird, können aber nur an einen gedachten (Vermarktungs-, Vertriebs- und Verkaufs-)Fall anknüpfen, womit es sich dann um eine bloß abstrakte Gefahr handeln muss (hierzu oben A.III.2.b.bb.). In diesem Sinne geht auch Art. 42 IV 1 MiFIR ersichtlich davon aus, dass Produktinterventionen nur in „Ausnahmefällen“ aus einem konkreten „dringende[n]“ Anlass erfolgen, indem er nur für diese Fälle ausdrücklich „**konkrete** Bedenken“ bzw. eine „**konkrete** Gefahr“ [Hervorhebungen nur hier] nachgewiesen verlangt. Dass der Gesetzgeber hiermit offenbar nur in

diesem Fall von einem vorübergehenden - konkreten - Regelungsanlass auszugehen scheint, spiegelt sich schließlich auch darin wider, dass er nur insoweit die behördliche Produktinterventionsbefugnis in Art. 42 IV 2 MiFIR auf eine vorläufige Regelung von nicht länger als drei Monaten beschränkt.

Jedenfalls soweit mit der Produktintervention präventiv bloß gedachten Bedenken für den Anlegerschutz oder gedachten Gefahren für die Funktionsfähigkeit oder die Stabilität des Finanzsystems begegnet werden soll, ist damit in der Gesamtschau schon durch den Gesetzgeber eine abstrakt-generelle behördliche Maßnahme vorgezeichnet.³⁰⁶ Für ein generelles behördliches Verbot zur Abwehr einer abstrakten Gefahr steht allerdings nicht die Allgemeinverfügung als Handlungsform zur Wahl, sondern wäre eine Rechtsverordnung die adäquate Handlungsform (vgl. oben A.I. und A.III.2.b.bb.).³⁰⁷ Welchen Konsequenzen und Grenzen es unterliegt, wenn die BaFin gleichwohl für eine abstrakt-generelle Produktintervention in der Handlungsform der Allgemeinverfügung tätig wird (dazu sogleich), soll im folgenden 4. Teil abgehandelt werden.

Anders verhält es sich demgegenüber, soweit mit einer Produktintervention ein von einem Finanzprodukt ausgehendes akutes Risiko für die Finanzsystemstabilität in der Querschnittsdimension abgewehrt werden soll, wie etwa die im September 2008 aufgetretenen und anhaltenden extremen Kursstürze - allerdings infolge spekulativer Leerverkäufe, für die heute nicht Art. 42 II 1 a) i) Alt. 3 MiFIR, sondern Art. 20 I a) Alt. 1 LeerverkaufsVO gelten würde (s.o.) - einer

³⁰⁶ Vgl. i.E. auch *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 81.

³⁰⁷ Vgl. mit grds. Zweifeln an der Konkretheit der Produktintervention und insoweit an der Allgemeinverfügung als statthafter Handlungsform auch *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 42 MiFIR Rn. 40 und § 15 Rn. 21, aber auch Rn. 19 m.w.N. für die grds. Möglichkeit einer konkret-generellen Produktintervention durch Allgemeinverfügung, die hier nicht bestritten werden soll.

Vielzahl von Finanzmarktakteuren, die den Zusammenbruch mehrerer in Notleidenschaft geratener Institute und später sogar von Mitgliedstaaten der Eurozone befürchten ließen und von denen daher eine aktuelle Destabilisierung des Finanzsystems ausging.³⁰⁸ Bei einer solchen Situation dürfte es sich um einen Ausnahmefall handeln, von dem der Gesetzgeber in Art. 42 IV 1 MiFIR ausgeht und in dem die Produktintervention anlässlich einer konkreten Gefahr ergehen soll.

c. Ausgewähltes Anwendungsbeispiel: CFD-Verfügung der BaFin

Mit Verfügung vom 23.07.2019 hat die BaFin den Verkauf, Vertrieb und die Vermarktung von sogenannten Contracts for Difference (CFD) an Kleinanleger beschränkt.³⁰⁹ Die Verfügung benennt - gleichsam Art. 42 I lit. a) MiFIR - keine Adressaten³¹⁰, sondern beschränkt den CFD-Handel im Allgemeinen und damit gleichermaßen für gegenwärtige wie künftige CFD-Anbieter. Der Adressatenkreis ist offengehalten und lässt jegliche Individualisierung vermissen. Dementsprechend wurde die CFD-Verfügung der BaFin gemäß Art. 42 V 1 MiFIR für jedermann einheitlich auf ihrer Website veröffentlicht.

³⁰⁸ Daher für eine Einordnung als konkret-generelle Maßnahme bereits *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 120; i.E. ebenso, wegen der schwer vorhersehbaren Auswirkungen ungedeckter Leerverkäufe auf das Finanzsystem aber zweifelnd *Walla*, DÖV 2010, 853, 857; a.A. *U. Stelkens*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs* (Hrsg.), *VwVfG*, § 35 Rn. 289.

³⁰⁹ BaFin, Allgemeinverfügung v. 23.07.2019 bzgl. sog. Differenzgeschäfte („Contracts for Difference/CFD“), VBS 7-Wp 5427-2018/0057, A. IV., B., abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190801_allgvfg_Differenzgeschaefte.html, zuletzt 25.06.2024; hierzu auch *Gurlit*, WM 2020, 105, 112.

³¹⁰ BaFin, Allgemeinverfügung v. 23.07.2019, VBS 7-Wp 5427-2018/0057, a.a.O. (Fn. 309).

Die Verfügung ist daher generell (vgl. oben A.III.4.).³¹¹ Eine individuelle Adressierung wäre in Anbetracht einer unbegrenzt großen Zahl künftiger Anbieter von CFD und damit möglicher Aufsichtsarbitrage auch denkbar impraktikabel gewesen.

Gegenstand der Regelung sind die - voneinander unabhängige - Vermarktung, Vertrieb und Verkauf von CFD³¹² durch verschiedene, unbestimmt viele Anbieter. Die Verfügung hat damit auch einen abstrakten Regelungsgegenstand (vgl. oben A.III.2.a.). Eine Konkretisierung - entsprechend Art. 42 III und V 2 MiFIR - könnte in der Beschränkung auf Vermarktung, Vertrieb und Verkauf ausschließlich an „Kleinanleger“³¹³, also i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 11 MiFID II nicht professionelle Kunden, liegen. Zwar mag dem Begriff der Kleinanleger bzw. Privatkunden gegenüber dem allgemeineren Begriff des Kunden, der auch professionelle Kunden (vgl. § 67 Abs. 1 bis 3 WpHG) umfasst, eine gewisse Präzisierung innewohnen. Allerdings kommt der Beschränkung auf Kleinanleger ob der Weite und Heterogenität selbst dieser Gruppe, die von Verbrauchern bis zu mittelständischen Unternehmen reichen kann (vgl. § 67 Abs. 2 und 3 WpHG), nur eine geringfügige Konkretisierungswirkung zu. Dies fällt umso mehr ins Gewicht, als die BaFin die Produktintervention maßgeblich darauf stützt, dass CFDs vor allem für solche Anleger eine Gefahr darstellen, die keine Erfahrung mit diesem Finanzprodukt haben und in erster Linie zum Zweck der privaten Vermögensbildung handeln, sowie auf den hohen Stellenwert des kollektiven

³¹¹ Vgl. auch *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 Rn. 19 ff.

³¹² BaFin, Allgemeinverfügung v. 23.07.2019, VBS 7-Wp 5427-2018/0057, Ziff. 1, A. I u. II., B., a.a.O. (Fn. 309).

³¹³ BaFin, Allgemeinverfügung v. 23.07.2019, VBS 7-Wp 5427-2018/0057, Ziff. 1, B. I. 2.8., a.a.O. (Fn. 309).

Verbraucherschutzes.³¹⁴ Es hätte sich daher angeboten, die Verfügung auf die homogenere und daher schärfer abgrenzbare Untergruppe von *Verbraucher-Kleinanlegern* zu begrenzen.³¹⁵ Auch den Begrenzungen auf CFD-Angebote, die keinen unabdingbaren Initial-Margin-, Margin-Glattstellungs- oder Negativsaldoschutz vorsehen, ausgeschlossene Vorteile gewähren oder keine Risikowarnung enthalten³¹⁶, kommt nur eine marginale Konkretisierungswirkung zu. Denn dadurch wird das Verbot weder auf eine bestimmte Unterart von CFD-Geschäften noch auf CFD-Geschäfte begrenzt, die - im Unterschied etwa zur Wirecard-Leerverkaufsverbotsverfügung (s. A.IV.1.c.) - nur bestimmte Referenzwerte betreffen. Vielmehr wird von dem abstrakten Verbot lediglich eine ihrerseits wiederum

³¹⁴ BaFin, Allgemeinverfügung v. 23.07.2019, VBS 7-Wp 5427-2018/0057, B.I.2., 2.8., II.3, a.a.O. (Fn. 309).

³¹⁵ Dafür auch *Seitz*, WM 2017, 1883, 1885, 1887 f.; vgl. auch *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 42 MiFIR Rn. 18, 28 m.w.N.; allgemein für die Möglichkeit einer Beschränkung auf Untergruppen *Gläßner*, Beschränkung von Finanzprodukten, S. 302; ablehnend ggü. einer weiteren Differenzierung nach erfahrenen und unerfahrenen Kleinanlegern BaFin, Allgemeinverfügung v. 23.07.2019, VBS 7-Wp 5427-2018/0057, B. II. 3. a), a.a.O. (Fn. 309), da es dafür eine entsprechende gesetzliche Unterkategorisierung bedürfte.

³¹⁶ BaFin, Allgemeinverfügung v. 23.07.2019, VBS 7-Wp 5427-2018/0057, Ziff. 2, B. II. 3a) – e), a.a.O. (Fn. 309).

Initial-Margin-Schutz bedeutet die Festlegung einer Mindesthöhe der anfänglich erforderlichen Sicherheitsleistung in Abhängigkeit von dem Referenzwert, womit die Hebelwirkung beschränkt wird. Margin-Glattstellungsschutz bedeutet, dass offene CFDs unter den für den Anleger günstigsten Bedingungen zu schließen sind, sobald die vom Kunden auf seinem CFD-Handelskonto vorgehaltenen Sicherheiten unter die Hälfte des Initial-Margin-Betrages fällt. Negativsaldoschutz bedeutet, dass die Gesamthaftung eines Kleinanlegers auf die auf seinem CFD-Handelskonto vorhandenen Gelder begrenzt ist. Ausgeschlossene Vorteile sind alle direkten oder indirekten, monetären oder nicht monetären Vorteile mit Ausnahme von durch das Geschäft realisierten Gewinnen und im Zusammenhang mit dem Geschäft bereitgestellten Informations- und Rechnungsinstrumenten (z.B. Analysetools); ein ausgeschlossener Vorteil ist also etwa ein Startguthaben für die Eröffnung des CFD-Handelskontos. Die Anforderungen an die Risikowarnung sowie Beispielformulierungen sind im Anhang der Verfügung abgedruckt.

nur abstrakt umschriebene Ausnahme vorgesehen. Dies vermag nichts daran zu ändern, dass im Grundsatz alle CFD-Geschäfte auf alle denkbaren Referenzwerte verboten werden.

Eine entscheidende Konkretisierung könnte demgegenüber wie bei der Wirecard-Leerverkaufsverbotsverfügung (s. A.IV.1.c.) dem Regelungsanlass beizumessen sein (dazu oben A.III.2.b. und c.). Hinsichtlich räumlichem und zeitlichem Geltungsbereich sieht die CFD-Verfügung der BaFin keinerlei Eingrenzung vor, was im Ausgangspunkt bereits einen abstrakten Regelungsanlass vermuten lässt (hierzu oben A.III.2.c.cc.). Anlass der CFD-Verfügung war die Feststellung, dass CFDs vor allem Kleinanlegern angeboten würden, die in der überwiegenden Zahl der Fälle Verluste in Höhe mehrerer tausend Euro erlitten. Dem durchschnittlichen Kleinanleger fehlten nicht nur die erforderlichen finanzwirtschaftlichen Kenntnisse zur Antizipation von Kursentwicklungen, sondern bereits ein grundlegendes Verständnis für das mit CFD verbundene potenziell existenzvernichtende Verlustrisiko.³¹⁷ Die CFD-Verfügung begegnet damit also der Gefahr, dass der durchschnittliche (Verbraucher-)Kleinanleger wegen seiner Unerfahrenheit und des hohen Risikos von CFD erhebliche finanzielle Verluste erleidet. Anlass der Verfügung ist damit - wie von Art. 42 II lit. a) MiFIR zugelassen (s.o.

³¹⁷ BaFin, Allgemeinverfügung v. 23.07.2019, VBS 7-Wp 5427-2018/0057, B.I.2., 2.1. ff., 3., a.a.O. (Fn. 309); dazu und insb. kritisch zur Gleichsetzung von Privatkunden und Verbrauchern *Seitz*, WM 2017, 1883, 1884, 1887. Ergänzend sei darauf hingewiesen, dass die BaFin aus vergleichbaren Erwägungen zum Anlegerschutz gestützt auf Art. 42 I lit. a), II lit. a) i) MiFIR auch Vermarktung, Vertrieb und Verkauf sog. binäre Optionen an Kleinanleger verboten hat, Allgemeinverfügung gemäß Artikel 42 MiFIR bezüglich binärer Optionen v. 01.07.2019, GZ: VBS 7-Wp 5427-2018/0046, abrufbar https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190701_allgvfg_Binaere_Optionen.html;jsessionid=E4EC4DF9A776AE1A3ED913272739F8FD.1_cid381, zuletzt 25.06.2024.

A.IV.2.b.) - ein gedachter, typisierter Fall und damit eine abstrakte Gefahr (hierzu oben A.III.2.b.).³¹⁸

Für ein generelles Verbot zur Abwehr einer abstrakten Gefahr ist aber nicht die Allgemeinverfügung, sondern eine Rechtsverordnung die adäquate Handlungsform (vgl. oben A.I. und A.III.2.b.bb.).³¹⁹ Gerade zum Schutz von Anlegern hat der autonome deutsche Gesetzgeber für Fälle eines abstrakt-generellen Regelungsbedarfs in § 100 WpHG auch eine Ermächtigung des BMF zu einem abstrakt-generellen Verbot von Finanztermingeschäften mittels Rechtsverordnung vorgesehen, die neben den Einzelfallbefugnissen der BaFin nach § 15 WpHG und Art. 42 MiFIR besteht.³²⁰ Finanztermingeschäfte sind nach § 99 S. 2 WpHG derivative Geschäfte i.S.v. § 2 III WpHG und Optionsscheine. Die in § 2 III WpHG aufgezählten derivativen Geschäfte zeichnen sich dadurch aus, dass das von ihnen eingeräumte Recht in der Zukunft geltend gemacht werden kann und sich sein Wert von einem Basiswert ableitet, der seinerseits Schwankungen unterliegt. Der bei einem CFD-Geschäft eingeräumte Anspruch auf Ausgleich der Kursdifferenz wird in der Zukunft geltend gemacht und hängt von dem in Bezug genommenen Referenzwert ab (vgl.

³¹⁸ So i.E. auch *Gurlit*, WM 2020, 105, 112; *dies.*, Auswahl und Einsatz von Handlungsformen am Beispiel der Finanzmarktaufsicht, in: Kahl/Mager (Hrsg.), Verwaltungshandeln, 2022, S. 131, 140 f.

³¹⁹ S.a. *Gurlit*, WM 2020, 105, 112; *dies.*, Auswahl und Einsatz von Handlungsformen am Beispiel der Finanzmarktaufsicht, in: Kahl/Mager (Hrsg.), Verwaltungshandeln, 2022, S. 131, 141; vgl. mit grds. Zweifeln auch *dies.*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 42 MiFIR Rn. 40 und § 15 Rn. 21, aber auch Rn. 19 m.w.N. für die grds. Möglichkeit einer konkret-generellen Produktintervention durch Allgemeinverfügung, die hier nicht bestritten werden soll.

³²⁰ Für ein Nebeneinander von § 100 WpHG und § 15 WpHG sowie Art. 42 MiFIR *Mülbert*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 100 WpHG Rn. 2; ebenso *Jung*, in: Fuchs/Zimmermann (Hrsg.), WpHG, § 100 Rn. 1, 25; s.a. *Gurlit*, Auswahl und Einsatz von Handlungsformen am Beispiel der Finanzmarktaufsicht, in: Kahl/Mager (Hrsg.), Verwaltungshandeln, 2022, S. 131, 141.

oben A.IV.2.a.). § 2 III Nr. 3 WpHG nennt dementsprechend ausdrücklich finanzielle Differenzgeschäfte. Mithin sind CFDs als Finanztermingeschäfte einzuordnen.³²¹ An der Befugnis der BaFin, CFDs wie geschehen mittels Allgemeinverfügung abstrakt-generell zu beschränken, bestehen daher erhebliche Bedenken, denen im folgenden 4. Teil nachgegangen wird.

3. Zusätzliche Kapitalpuffer

In Konsequenz der Finanzkrise wurden die für Institute geltenden Eigenkapitalanforderungen verschärft und um neue Kapitalpuffer ergänzt.³²²

a. Grundzüge der Eigenkapitalanforderungen

Eigenkapital im finanzaufsichtsrechtlichen Sinne³²³ zeichnet sich dadurch aus, dass es Verluste tragen bzw. Gläubigern im Haftungsfall als Masse zur Verfügung stehen kann.³²⁴ In qualitativer Hinsicht unterteilt sich das Eigenkapital in hartes Kernkapital (*Core Equity Tier 1*, CET1), zusätzliches Kernkapital (*Additional Tier 1*, AT1) und Ergänzungskapital (*Tier 2*, T2). Die Unterschiede bestehen im Wesentlichen darin, dass das Kernkapital bereits vor Insolvenz haftet (*going concern*-Kapital), das Ergänzungskapital hingegen erst in der Insolvenz (*gone concern*-Kapital) und in absteigenden Anforderun-

³²¹ Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 2 Rn. 48, 75; Roth, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Kölner Komm. WpHG, § 2 Rn. 106 f.; Jung, in: Fuchs/Zimmermann (Hrsg.), WpHG, Vor §§ 99 und 100 Rn. 67.

³²² Neus/Riepe, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 6 Rn. 42 ff.; Schulte-Mattler, in: Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, CRR-VO, Einf. CRR-VO Rn. 34; Fischer/Boegl, in: Ellenberger/Bunte (Hrsg.), BankR Hdb., § 111 Rn. 3 ff., ausführlich zur Neukonzeption seit der Finanzkrise 2007 Haug, a.a.O., § 119 Rn. 10 ff., 20 ff.

³²³ Davon zu unterscheiden ist Eigenkapital im bilanztechnischen Sinne, s. Engelbach, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 7 Rn. 18.

³²⁴ Engelbach, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 7 Rn. 18.

gen an die Anerkennung der Kapitalposten. Während die Anerkennung als CET1-Posten³²⁵ die Erfüllung strenger Anforderungen an Verfügbarkeit (insb. Laufzeit und Kündigungsmöglichkeiten) und Verlustabsorptionsfähigkeit (insb. Haftungsrang in der Insolvenz) verlangt, sind die Anforderungen für die Anerkennung als AT1-Posten³²⁶ gelockert und bei CT2-Posten³²⁷ am geringsten.³²⁸

In quantitativer Hinsicht wird von jedem Institut - bereits gesetzunmittelbar, d.h. ganz ohne aufsichtsbehördliche Anordnung - verlangt, dass es mindestens folgende Kapitalquoten³²⁹ erfüllt: eine harte Kernkapitalquote von 4,5 %, eine Kernkapitalquote von 6 % und eine Gesamtkapitalquote von 8 % (§ 10 I KWG, Art. 92 I CRR). Die Kapitalquoten ergeben sich aus dem Verhältnis der jeweiligen Kapitalposten - hartes Kernkapital, Kernkapital, Eigenmittel - zum sog. Gesamtrisikobetrag (Art. 92 II CRR). Der Gesamtrisikobetrag ist

³²⁵ Vgl. im Einzelnen Artt. 26, 28 CRR; ausführlich dazu *Schaber*, in: Luz/Neus/Schaber/Schneider/Wagner/Weber (Hrsg.), KWG und CRR Bd. 2, 4. Aufl. 2022, Art. 26-35 CRR Rn. 1 ff., 40 ff.; s.a. den Überblick der Anerkennungskriterien bei *Auerbach*, Banken- und Wertpapieraufsicht, Kap. 2 Rn. 248. – Die Anforderungen erfüllen insb. vom Institut emittierte Aktien.

³²⁶ Vgl. im Einzelnen Artt. 51 f. CRR; ausführlich dazu *Schaber*, in: Luz/Neus/Schaber/Schneider/Wagner/Weber (Hrsg.), KWG und CRR Bd. 2, Art. 51-61 CRR Rn. 9 ff.; s.a. den Überblick der Anerkennungskriterien bei *Auerbach*, Banken- und Wertpapieraufsicht, Kap. 2 Rn. 274 ff. – Die Anforderungen können z.B. durch dauerhaft bedingte Pflichtwandelanleihen erfüllt werden.

³²⁷ Vgl. im Einzelnen Artt. 62 f. CRR; ausführlich dazu *Schaber*, in: Luz/Neus/Schaber/Schneider/Wagner/Weber (Hrsg.), KWG und CRR Bd. 2, Art. 62-71 CRR Rn. 11 ff.; s.a. den Überblick der Anerkennungskriterien bei *Auerbach*, Banken- und Wertpapieraufsicht, Kap. 2 Rn. 282 ff. – Die Anforderungen erfüllen z.B. Genussscheine.

³²⁸ Insgesamt zum Eigenkapital *Engelbach*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 7 Rn. 21 ff.; *Auerbach*, Bank- und Wertpapieraufsicht, Kap. 2 Rn. 243 ff.; *Fischer/Boegl*, in: Ellenberger/Bunte (Hrsg.), BankR Hdb., § 114 Rn. 17, 29 ff.; *Fischer/Krolap*, in: Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, CRR-VO, Einf. KWG Rn. 137 ff.; *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 128; *ders.*, in: Derleder/Knops/Bamberger (Hrsg.), Deutsches und Europäisches Banken- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2017, § 90 Rn. 48 ff.

³²⁹ Daneben müssen Institute eine Verschuldungsquote von mindestens 3 % erfüllen, Art. 92 I d) CRR.

die Summe der risikogewichteten Aktiva (Vermögenspositionen) eines Instituts. Risikogewichtung bedeutet, dass nicht der Buchwert der Positionen in den Gesamtrisikobetrag eingestellt wird, sondern dabei mit ihnen verbundenen Risiken (*Kreditausfall-, Markt- und operationelle Risiken*) Berücksichtigung finden. Beispielsweise werden für das Kreditausfallrisiko die Ausfallwahrscheinlichkeit, die Verlustquote und der Forderungsbetrag bei Ausfall berücksichtigt. Je wahrscheinlicher der Ausfall und je höher der Verlust bei einem Ausfall der Position sind, desto höher steigt der Gesamtrisikobetrag und damit das vorzuhaltende Eigenkapital.³³⁰

Eigenkapitalanforderungen kommen im Wesentlichen zwei Funktionen zu. Zum einen haben sie eine *risikoabdeckende* Funktion, indem das vorgeschriebene Mindesteigenkapital als Puffer herhalten kann, wenn sich ein eingegangenes Risiko in einem Verlust realisiert.³³¹ Den Verlust muss das Institut in seiner Bilanz abschreiben, womit sich der Wert der Aktiva-Seite verringert. Damit sind die Verbindlichkeiten gegenüber den Eigenkapital- und Fremdkapitalgläubigern des Instituts nicht mehr gedeckt und es droht die Insol-

³³⁰ Vgl. im Einzelnen zu den Eigenkapitalquoten und den zu berücksichtigenden Risiken *Auerbach*, Banken- und Wertpapieraufsicht, Kap. 2 Rn. 294 ff.; im Überblick auch *Kallmeyer/Luz*, in: Luz/Neus/Schaber/Schneider/Wagner/Weber (Hrsg.), KWG und CRR Bd. 2, Art. 92, 93 CRR Rn. 3, 7 ff.; s.a. *Engelbach*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 7 Rn. 36 ff. zu den Eigenkapitalquoten sowie ausführlich zur Ermittlung des Kreditausfallrisikos *Kämmeler/Kleppe*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 7 Rn. 76 ff.; s.a. *Fischer/Boegl*, in: Ellenberger/Bunte/ (Hrsg.), BankR Hdb., § 114 Rn. 21 ff., 47 f., 51 f.; *Ohler*, in: Derleder/Knops/Bamberger (Hrsg.), Banken- und KapitalmarktR, § 90 Rn. 54 ff.; *Ostendorf*, in: Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, CRR-VO, Art. 92 CRR-VO Rn. 13 ff., 29 f. mit Rechenbeispiel.

³³¹ *Neus/Riepe*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 6 Rn. 33; *Neus*, in: Luz/Neus/Schaber/Schneider/Wagner/Weber (Hrsg.), KWG und CRR, Bd. 1a, 4. Aufl. 2023, Einf. Rn. 136, 137; *Fischer/Boegl*, in: Ellenberger/Bunte (Hrsg.), BankR Hdb., § 114 Rn. 1; *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 127; ders., in: Derleder/Knops/Bamberger (Hrsg.), Banken- und KapitalmarktR, § 90 Rn. 44.

venz infolge einer Überschuldung (vgl. § 19 InsO). Eigenkapitalgläubiger partizipieren anders als Fremdkapitalgläubiger nicht nur an Gewinnen, sondern auch an Verlusten. Je höher der Eigenkapitalanteil ist, umso mehr Verluste kann ein Institut auffangen. Eigenkapitalanforderungen können zudem einen mittelbaren Beitrag zur Sicherstellung der Liquidität der Institute leisten. Gerät ein Institut in kurzfristige Zahlungsschwierigkeiten gegenüber seinen Gläubigern, muss es langfristige Aktiva unter Verlusten liquidieren. Je höher das Eigenkapital ist, desto mehr Verluste kann das Institut bei der Liquidation langfristiger Aktiva hinnehmen. Es wird daher trotz seiner Zahlungsschwierigkeiten eher Überbrückungskredite erhalten und kann damit umso eher seine kurzfristige Zahlungsfähigkeit wiederherstellen

Zum anderen haben Eigenkapitalanforderungen eine *risikobegrenzende* Funktion, da die Höhe des vorzuhaltenden Eigenkapitals von der Risikogewichtung der Aktiva abhängt.³³² Mit steigendem Risiko der Investitionen erhöht sich der Gesamtrisikobetrag, auf den sich die Eigenkapitalquoten beziehen, und damit das absolut vorzuhaltende Eigenkapital. Kann ein Institut das erforderliche Eigenkapital nicht mehr aufbringen, muss es von riskanten Investitionen absehen. Die Eigenkapitalausstattung eines Instituts limitiert damit das Risiko, das es insgesamt nicht überschreiten darf.³³³

Eigenkapitalanforderungen dienen damit dem Schutz der Gläubiger der Institute, der Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems durch Sicherstellung der Solvabilität und Liquidität

³³² *Neus/Riepe*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 6 Rn. 33; vgl. auch *Ohler*, in: Derleder/Knops/Bamberger (Hrsg.), Banken- und KapitalmarktR, § 90 Rn. 44.

³³³ *Neus/Riepe*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 6 Rn. 33; *Neus*, in: Luz/Neus/Schaber/Schneider/Wagner/Weber (Hrsg.), KWG und CRR, Bd. 1a, Einf. Rn. 136, 142 ff.

der Institute und tragen so insgesamt zur Stabilität des Finanzsystems bei.³³⁴

Bereits wenn zu erwarten steht, dass ein Institut die Eigenkapitalanforderungen zukünftig voraussichtlich nicht erfüllen wird und erst recht, wenn es die Anforderungen tatsächlich nicht erfüllt, kann die BaFin nach § 45 KWG Maßnahmen zur dauerhaften Erfüllung der Eigenmittelanforderungen anordnen, etwa zunächst einen Bericht über Maßnahmen zur Erhöhung des Eigenkapitals verlangen und sodann die Auszahlung von Gewinnen auf Eigenmittelinstrumente und/oder die Gewährung weiterer Kredite untersagen.³³⁵

Zur Gesamteigenkapitalquote von 8 % tritt wiederum schon von Gesetzes wegen - also „self-executing“ ohne das Erfordernis eines aufsichtsbehördlichen Gesetzesvollzugs - der Kapitalerhaltungspuffer in Höhe von 2,5 % des Gesamtrisikobetrages (§ 10c KWG, Art. 92 III CRR).

Zudem wurde die Finanzaufsicht ermächtigt, zusätzlich einen antizyklischen Kapitalpuffer festzulegen (§ 10d I 1, III 2 KWG) und/oder einen Systemrisikopuffer anzuordnen (§ 10e I 1 KWG). Die Funktion der zusätzlichen Kapitalpuffer ist die Ermöglichung einer weiteren dehnbaren Verlustabfederung.³³⁶ Die Kapitalpuffer haben die Institute allesamt mit hartem Kernkapital zu unterlegen.³³⁷

³³⁴ Vgl. *Engelbach*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 7 Rn. 19; *Ohler*, in: *Derleder/Knops/Bamberger* (Hrsg.), *Banken- und KapitalmarktR*, § 90 Rn. 44.

³³⁵ Im Einzelnen zu den Eingriffsbefugnissen vor und bei Unterschreitung der Mindestanforderungen *Glos*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 13 Rn. 140 ff.

³³⁶ Vgl. *Auerbach*, *Banken- und Wertpapieraufsicht*, Kap. 2 Rn. 294 ff.; *Engelbach*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 7 Rn. 41, 44; *Fischer/Boegl*, in: *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *BankR Hdb.*, § 114 Rn. 33 ff., 41 f., 45; *Gurlit*, *WM* 2015, 1217, 1223.

³³⁷ Zudem besteht die Möglichkeit, zusätzliche Kapitalpuffer für systemrelevante Institute (§§ 10f, 10g KWG) anzuordnen, die neben dem Systemrisikopuffer al-

b. Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers

aa. Vorbemerkungen

Die „latente“ Pflicht zum Vorhalten des antizyklischen Kapitalpuffers ergibt sich bereits aus dem Gesetz. Nach § 10d III 1 KWG beträgt die Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers 0 bis grds. 2,5 %³³⁸ des Gesamtrisikobetrages. Die Pflicht wird allerdings erst akut, wenn die Finanzaufsicht den Kapitalpuffer auf eine Quote von über 0 festlegt. Die BaFin bewertet dazu quartalsweise die Intensität des zyklischen Systemrisikos, beurteilt, welche Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers danach angemessen ist, und setzt die Quote entsprechend ihrer Beurteilung in Schritten von 0,25 % fest oder passt sie erforderlichenfalls an (§ 10d III 2 bis 4 KWG). Die Entscheidung, ob der Puffer auf eine Quote über null festgelegt wird, bestimmt sich maßgeblich nach der sog. *Kreditlücke*. Damit sind Abweichungen des Verhältnisses der im Inland gewährten Kredite zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) von seinem langfristigen Trend gemeint (§ 10d III 5 KWG, § 33 I SolvV). Übersteigt das aktuelle Verhältnis des gesamtwirtschaftlichen Kreditvolumens zum BIP dessen langfristigen Trend, geht damit typischerweise ein übermäßiges Kreditwachstum einher. Nach einer auf Artt. 16 II ESRB-VO, 135 I CRD IV gestützten Empfehlung des ESRB³³⁹ kann die Kreditlücke insbesondere nach einer vom Baseler Bankenausschuss entwickelten Messmethode (*standardisierte Methode*) ermittelt

ledings nur zur Anwendung gelangen, soweit sie höher ausfallen, vgl. § 10h II, III KWG.

³³⁸ Nach § 10d III 4 KWG kann die BaFin, soweit erforderlich, auch eine höhere Quote festlegen.

³³⁹ ESRB, Empf. v. 18.06.2014 zu Orientierungen zur Festlegung der Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer (ESRB/2014/1), ABl. 2014, C 293/1, Empf. B Nr. 1 u. 3.

werden.³⁴⁰ Die Empfehlung des ESRB ist für die BaFin zwar rechtlich nicht bindend, sie entfaltet aber über den *act-or-explain*-Mechanismus (Artt. 17 ESRB-VO, 136 II lit. b) CRD IV) eine jedenfalls faktische Bindungswirkung.³⁴¹ Ob und wie hoch die Quote festzulegen ist, bestimmt sich aber nicht allein nach der Kreditlücke, sondern auch nach weiteren diskretionären Indikatoren für ein sich aufbauendes zyklisches Systemrisiko (s. zum Festlegungsmechanismus auch noch im 4. Teil unter E.I.1.b.).³⁴² Darüber hinaus können sowohl ESRB (Art. 16 ESRB-VO, Art. 136 II lit. b) CRD IV) als auch AFS (§ 10d III 5 KWG) konkrete Empfehlungen zur Höhe der Pufferquote abgeben, die von der BaFin zu berücksichtigen sind.³⁴³

Die BaFin hatte den antizyklischen Kapitalpuffer zunächst auf 0 festgelegt. Am 28.06.2019 hat sie ihn erstmals erhöht und auf

³⁴⁰ Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer, Dec. 2010, Annex 1; dazu sowie zur alternativen *nationalen Methode*, *Tente/Stein/Silbermann/Deckers*, Der antizyklische Kapitalpuffer in Deutschland, Deutsche Bundesbank November 2015, S. 14 f.; s.a. BaFin, Allgemeinverfügung v. 28.06.2019, Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers nach § 10d KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, abrufbar https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190628_allgvgf_antizykl_kapitalpuffer.html, zuletzt 01.07.2024.

³⁴¹ *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1224; vgl. i.E.: wohl auch *Schaber*, in: *Luz/Neus/Schaber/Schneider/Wagner/Weber* (Hrsg.), KWG und CRR, Bd. 1a, § 10d Rn. 11; zum *act-or-explain*-Mechanismus s. bereits im 1. Teil unter C.II.1. m.w.N. in Fn. 137.

³⁴² ESRB, Empf. v. 18.06.2014 zu Orientierungen zur Festlegung der Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer (ESRB/2014/1), ABl. 2014, C 293/1, Empf. C.; *Tente/Stein/Silbermann/Deckers*, Der antizyklische Kapitalpuffer in Deutschland, Deutsche Bundesbank November 2015, S. 19 ff.; s.a. BaFin, Allgemeinverfügung v. 28.06.2019, Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers nach § 10d KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, a.a.O. (Fn. 341).

³⁴³ Insgesamt zur Festlegung und Berechnung des antizyklischen Kapitalpuffers *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1224; *M. Schulte-Mattler/H. Schulte-Mattler*, in: *Fischer/Schulte-Mattler* (Hrsg.), KWG, CRR-VO, § 10d KWG Rn. 14 ff.; *Tente/Stein/Silbermann/Deckers*, Der antizyklische Kapitalpuffer, BuBa Nov. 2015, S. 1 f., 9.

0,25 % festgelegt. Der äußeren Form nach hat sie in beiden Fällen die Handlungsform der Allgemeinverfügung gewählt.³⁴⁴

Der Sinn und Zweck des antizyklischen Kapitalpuffers besteht darin, ein Systemrisiko in der Zeitdimension abzuwehren. Prozyklisch zum wirtschaftlichen Aufschwung steigt mit niedrigen Zinsen und steigenden Vermögenswerten infolge einer damit einhergehenden Unterschätzung von Ausfallrisiken und Überschätzung von Sicherheiten die Risikobereitschaft der Institute und damit ihre Kreditvergabe. Kommt es spätestens im Abschwung zu Kreditausfällen, müssen die Institute die Verluste mit Eigenkapital auffangen. Da im Abschwung kaum Eigenkapital am Markt aufgenommen werden kann, sind die Institute dann, um die Eigenkapitalanforderungen weiter einzuhalten, gezwungen, ihre Kreditvergabe einzuschränken. Durch die Einschränkung der Kreditvergabe wird der Abschwung verstärkt, was zu weiteren Kreditausfällen führt.³⁴⁵ Im Finanzzyklus baut sich also prozyklisch zum Aufschwung ein systemisches Risiko auf, das beim Platzen der Kreditblase eine Finanzkrise auslösen kann (s. bereits im 1. Teil unter C.II.2.b. und 2. Teil A.III.2.).³⁴⁶ Wer-

³⁴⁴ BaFin, Allgemeinverfügung v. 28.12.2015, Festlegung der Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer, GZ: BA 51-AZB 1130-2015/0009, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_151228_allgvfg_antizyklischer_kapitalpuffer_ba.html, zuletzt am 01.07.2024; BaFin, Allgemeinverfügung v. 28.06.2019, Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers nach § 10d KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, a.a.O. (Fn. 341).

³⁴⁵ Vgl. etwa BaFin, Allgemeinverfügung v. 28.06.2019, Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers nach § 10d KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, a.a.O. (Fn. 341); s. dazu auch BaFin, FAQ zur erstmaligen Erhöhung des antizyklischen Kapitalpuffers v. 27.05.2019, abrufbar https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/FAQ/faq_afs_sitzung_190527_antizyklischer_puffer.html?nn=9021442, zuletzt 01.07.2024; vgl. auch AFS, Empfehlung v. 27.05.2019 zur Erhöhung des antizyklischen Kapitalpuffers, AFS/2019/1, abrufbar https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Aufsichtsrecht/dl_empfehlung_g_afs_190527.html?nn=9021442, zuletzt 01.07.2024, S. 7 f.

³⁴⁶ Hier nur *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1218, 1219 f.

den Institute schon während des *booms* antizyklisch verpflichtet, einen Kapitalpuffer aufzubauen, wird einer Destabilisierung des Finanzsystems im *bust* vorgebaut. Zum einen bremst der antizyklische Kapitalpuffer infolge seiner Abhängigkeit von der Höhe der Risikogewichtung der Aktiva (s.o. A.IV.3.a.) das prozyklische Kreditwachstum und reduziert damit das Verlustrisiko. Zum anderen kann der Kapitalpuffer bei im *bust* eintretenden Verlusten abgeschmolzen werden, diese auffangen, die Solvabilität und Liquidität der Institute sicherstellen, eine übermäßige Einschränkung ihres Kreditangebots abwenden und damit eine Finanzkrise verhindern oder jedenfalls abschwächen.³⁴⁷

Mit Allgemeinverfügung vom 31.03.2020 hat die BaFin den antizyklischen Kapitalpuffer erneut auf 0 herabgesetzt, um die ökonomischen Folgen - Auswirkungen auf die Realwirtschaft, Einbruch wesentlicher Aktienindizes, Abschwächung des Wirtschaftswachstums und drohende Rezession - der zur Verhinderung der weiteren Ausbreitung von COVID-19 in Deutschland ergriffenen Maßnahmen abzumildern; durch die damit einhergehende Freisetzung von Kapital sollten die Finanzinstitute in der gegenwärtigen Stressphase auf den Finanzmärkten frühzeitig in die Lage versetzt werden, potenzielle Verluste zu absorbieren und so weiterhin benötigte Kredite an die Realwirtschaft ausreichen zu können.³⁴⁸

³⁴⁷ *Neus/Riepe*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 6 Rn. 44; *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1219, 1223; vgl. *Schaber*, in: Luz/Neus/Schaber/Schneider/Wagner/Weber (Hrsg.), KWG und CRR, Bd. 1a, § 10d Rn. 3 f.; s.a. *Haug*, in: Ellenberger/Bunte (Hrsg.), BankR Hdb., § 119 Rn. 49 f.; *M. Schulte-Mattler/H. Schulte-Mattler*, in: Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, CRR-VO, § 10d KWG Rn. 1; *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 235; *Tente/Stein/Silbermann/Deckers*, Der antizyklische Kapitalpuffer, BuBa Nov. 2015, S. 2, 5; s.a. EG (80) CRD IV sowie BaFin, Allgemeinverfügung v. 28.06.2019, Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers nach § 10d KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, a.a.O. (Fn. 341).

³⁴⁸ BaFin, Allgemeinverfügung v. 31.03.2020, Herabsetzung der Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers, GZ: IFR 2-QA 2102-2020/0002, abrufbar un-

bb. Handlungsform der Quotenfestlegung

aaa. Gesetzgeberische Vorgaben für Individualität und Konkretetheit der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers

Der Adressatenkreis einer behördlichen Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers ist nicht etwa schon durch die Ermächtigungsgrundlage in § 10d KWG begrenzt. § 10d KWG bezeichnet den antizyklischen Kapitalpuffer zwar als *institutsspezifisch*. Diese sog. Institutsspezifika resultiert aber bloß daraus, dass sich nicht allein die von der BaFin festgelegte Quote auf den Gesamtrisikobetrag bezieht, sondern sie nur für im Inland belegene maßgebliche Risikopositionen gilt (s. zu den maßgeblichen Risikopositionen auch noch im 4. Teil unter E.I.1.b.). Für in anderen EU-Mitgliedstaaten belegene maßgebliche Risikopositionen gelten die Festlegungen der jeweiligen Mitgliedstaatsbehörde; für in Drittstaaten belegene Positionen gilt die Festlegung der ausländischen Behörde.³⁴⁹ Die von einem inländischen Institut, das nicht ausschließlich im Inland belegene Positionen innehat, zu beachtende antizyklische Kapitalpufferquote ergibt sich daher zwar individuell - *institutsspezifisch* - aus dem gewichteten Durchschnitt der unterschiedlichen Quoten; die Gewichtung erfolgt jeweils nach dem Verhältnis der Eigenmittelanforderungen zur Unterlegung der in einem Staat belegenen maßgeblichen Risikopositionen zu den Eigenmittelgesamtanforderungen

ter

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_200331_allgvmg_antizykl_kapitalpuffer.html, zuletzt 01.07.2024.

³⁴⁹ Die BaFin kann auch eine von einer ausländischen Behörde festgelegte höhere Quote als 2,5 % anerkennen. Hat eine ausländische Behörde umgekehrt keine Quote festgelegt oder ist sie nach Ansicht der BaFin nicht ausreichend hoch, kann die BaFin die Quote festlegen, vgl. § 10d VI-IX KWG; allgemein zur antizyklischen Kapitalpufferquote für in anderen Staaten belegene Risikopositionen *M. Schulte-Mattler/H. Schulte-Mattler*, in: Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, CRR-VO, § 10d KWG Rn. 22 ff.

zur Unterlegung aller maßgeblichen Risikopositionen des Instituts (§ 10d II KWG).³⁵⁰ Gleichwohl wird aber die inländische Quote *institutsübergreifend* einheitlich festgelegt: Sie gilt für alle Institute, die - gegenwärtig oder künftig - im Inland belegene Risikopositionen innehaben. Der Sinn und Zweck des antizyklischen Kapitalpuffers, ein zunehmendes Kreditwachstum als Beitrag zur Entstehung eines systemischen Risikos in der Zeitdimension abzubremesen, verlangt die Geltung gleichermaßen für gegenwärtige wie künftige Inhaber im Inland belegener Risikopositionen. Denn in der Zeitdimension häufen sich in einer Boom-Phase Risiken aus dem typischerweise gleichgerichteten risikoaffinen Verhalten - wie der reihenweisen Vergabe von Krediten an Unternehmen auch mit schlechter Bonität - einer Vielzahl von Personen an (s. im 1. Teil unter C.II.2.b.). Die Risiken können nur adressiert werden, wenn das Verhalten aller auch künftiger Personen erfasst wird; dies setzt voraus, dass die Maßnahme einen offenen Adressatenkreis hat (s. im 2. Teil unter A.III.2.). Ein für die Zukunft offener Adressatenkreis scheint umso mehr geboten, als andernfalls die unionsrechtlich geforderte Geltung des antizyklischen Kapitalpuffers (Art. 130 I CRD IV i.V.m. Art. 288 III AEUV) in Frage stünde.³⁵¹ Nach der gesetzlichen Konzep-

³⁵⁰ Vgl. auch *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1223 f.; *Schaber*, in: Luz/Neus/Schaber/Schneider/Wagner/Weber (Hrsg.), KWG und CRR, Bd. 1a, § 10d Rn. 7 ff.; s.a. *M. Schulte-Mattler/H. Schulte-Mattler*, in: Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, CRR-VO, § 10d KWG Rn. 3 ff., 14 ff., 43; *Tente/Stein/Silbermann/Deckers*, Der antizyklische Kapitalpuffer, BuBa Nov. 2015, S. 3.

³⁵¹ S.a. *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1225, die eine Beschränkung auf gegenwärtige Inhaber von im Inland belegener Positionen „in Anbetracht einer vierteljährlichen Festlegung“ allerdings für möglich hält, dabei aber übersieht, dass der Puffer nach § 10d III 3 und 4 KWG von der BaFin zwar vierteljährlich bewertet wird, damit aber keine erneute Festlegungsentscheidung einhergehen muss, nur „erforderlichenfalls“ wird die Quote angepasst. Dementsprechend hat die BaFin auch nicht drei Monate nach ihrer ersten Festlegung vom 28.12.2015, a.a.O. (Fn. 345) eine erneute Festlegung vorgenommen, sondern erst dreieinhalb Jahre

tion kommt eine Beschränkung auf einen geschlossenen Adressatenkreis von Instituten daher nicht in Betracht. Dementsprechend hat die BaFin die festgelegte Quote auch auf ihrer Internetseite für jedermann zu veröffentlichen (§ 10d V 3 KWG, Art. 136 VII CRD IV). Gemäß § 17 II 1 und 2 FinDAG, § 41 IV 1 VwVfG erfolgt - bei einer als Allgemeinverfügung titulierten Quotenfestlegung - auch die öffentliche Bekanntgabe durch die elektronische Bekanntmachung auf der Internetseite der Bundesanstalt. Mithin wird die behördliche Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers schon nach der gesetzgeberischen Intention als generelle Maßnahme (vgl. hierzu oben A.III.1. und 4.) zu erfolgen haben.³⁵² Da die BaFin mehrere tausend Institute in Deutschland zu beaufsichtigen hat und ihre Festlegung der inländischen Kapitalpufferquote nicht einmal auf Institute mit Sitz im Inland beschränkt ist, sondern an die im Inland belegenen Risikopositionen anknüpft, wäre eine individuelle Festlegung durch die BaFin auch nicht praktikabel.

Regelungsgegenstand des antizyklischen Kapitalpuffers ist nach § 10d I, III 1 KWG (und Art. 130 I, Art. 136 IV CRD IV) das Vorhalten zusätzlichen harten Kernkapitals, zu dem er alle Institute verpflichtet, die im Inland belegene Risikopositionen halten. Man könnte erwägen, dass der Regelungsgegenstand in einem Gesamtverhalten (dazu oben A.III.2.a.cc.) zu sehen sein soll. Denn der antizyklische Kapitalpuffer kann das Kreditwachstum nur bremsen, wenn er eben allen Instituten die Erhöhung ihrer Eigenmittel aufgibt. Die effektive Abwehr des Systemrisikos hängt also gerade von der Erhöhung der Eigenmittel aller Institute ab. Regelungsgegenstand ist gleichwohl nicht die Abwehr des Systemrisikos, sondern das Vorhalten der zusätzlichen Eigenmittel. Eine Eigenmittelerhöhung um die Quote

später am 28.06.2019, a.a.O. (Fn. 341) und auch danach nicht nach einem Vierteljahr, sondern erst wieder eineinhalb Jahre später am 31.03.2020 (Fn. 349).

³⁵² Vgl. auch *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1225.

des antizyklischen Kapitalpuffers können die Institute aber unabhängig voneinander vornehmen. Der vom Gesetzgeber vorgegebene Regelungsgegenstand besteht also im unabhängigen Verhalten einer Vielzahl von Personen. Mithin ist er abstrakt (dazu oben A.III.2.a.).

Geltungsbereich und -dauer indizieren (dazu oben A.III.2.c.) ebenfalls eine abstrakte Regelung: In räumlicher Hinsicht erfährt die Festlegung keine Beschränkung. Sie erfasst alle im Inland belegenen Risikopositionen (vgl. § 10d II 1, III 1 KWG, Art. 136 I, III 1, IV 1 CRD IV). Eine zeitliche Begrenzung der Festlegung ist gesetzlich nicht vorgesehen. Nach § 10d III 3 und 4 KWG (Art. 136 III 1 CRD IV) hat die BaFin die Angemessenheit der Quote zwar quartalsweise zu beurteilen und erforderlichenfalls anzupassen. Dies bedeutet aber nicht, dass eine neue Festlegungsentscheidung zu treffen ist, so dass daraus kein Erfordernis einer Beschränkung auf drei Monate folgt. Selbst eine Befristung auf drei Monate würde die Rechtsbehelfsfrist des § 70 VwGO zudem um zwei Monate überschreiten, was zusammen mit der Erstreckung der Festlegung auf künftige Inhaber von Risikopositionen eher für die Annahme einer abstrakt-generellen Maßnahme spricht.³⁵³

Anlass der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers soll nach § 10d III 3 KWG (Art. 136 III 1 CRD IV) die Abwehr eines zyklischen Systemrisikos sein. Anders etwa als bei der Leerverkaufsverbotsfügung hat die Behörde damit nicht ein bereits eingetretenes, bestimmtes Ereignis zum Anlass ihres Tätigwerdens zu nehmen und mithin eine konkrete Gefahr (s.o. A.IV.1.b.), sondern einem - antizipiertem, typischerweise wiederkehrendem - Systemrisiko in der Zeitdimension³⁵⁴ vorzubeugen: Der antizyklische Kapitalpuffer soll in

³⁵³ Vgl. auch *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1225.

³⁵⁴ *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1219 f.; *Rehm*, KuK 44 (2011) 317, 321; Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2018, S. 55; vgl. auch *Ben-*

Antizipation eines Systemrisikos im Finanzzyklus bereits bei Beobachtung eines aggregierten Kreditwachstums festgelegt werden (vgl. § 10d IV 4 KWG, Art. 136 II CRD IV). Anlass der behördlichen Festlegung ist damit nicht ein konkretes, sondern die Annahme eines zyklisch mit Anwachsen der Kreditlücke wiederkehrenden Systemrisikos, das typischerweise eine Finanzkrise auslöst, und damit ein noch abstraktes Risiko (dazu oben A.III.2.b.bb.). Der antizyklische Kapitalpuffer soll als Mittel zur Gefahrenprävention gerade zu einem Zeitpunkt ansetzen, zu dem eine Finanzkrise noch nicht unmittelbar bevorsteht, da er zu spät kommt, wenn eine Konkretisierung des antizipierten Risikos abgewartet wird. Seine präventive Wirkung kann er nur entfalten, wenn er bereits in einer günstigen Wirtschaftslage aktiviert wird, in der noch keine akute Gefahr für das Finanzsystem besteht.³⁵⁵ Dementsprechend soll der antizyklische Kapitalpuffer nach der Vorstellung des Gesetzgebers in der Regel - wenn nicht außergewöhnliche Umstände vorliegen - auch schon zwölf Monate vor seiner Anwendbarkeit von der Behörde festgelegt werden (§ 10d IV 3 KWG, Art. 136 V CRD IV).

Die behördliche Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers wird nach alledem bereits nach der gesetzgeberischen Ermächtigung als abstrakt-generelle Maßnahme zu ergehen haben. Die adäquate Handlungsform dafür wäre dann nicht die Allgemeinverfügung, sondern eine Rechtsnorm (vgl. oben A.I. und A.III.2.b.bb.).³⁵⁶ Dementsprechend könnte auch etwa - ohne Festlegung durch die

del/Demary/Voigtländer, IW policy paper, No. 8/2016, S. 5 f.; s.a. BaFin, Allgemeinverfügung v. 28.06.2019, Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers nach § 10d KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, a.a.O. (Fn. 341).

³⁵⁵ *Gurлит*, WM 2015, 1217, 1225; s.a. *Schnabel*, Börsen-Zeitung, 06.04.2019; Pressemitteilung des BMF v. 27.05.2019, abrufbar <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2019/05/2019-05-27-AFS-Bericht.html>; zuletzt 01.07.2024.

³⁵⁶ *Gurлит*, WM 2015, 1217, 1225.

BaFin - ein automatisches Anwachsen des antizyklischen Kapitalpuffers von Gesetzes wegen im Aufschwung schrittweise bis zu einer bestimmten Höhe normiert werden, während der BaFin die Feinststeuerung im Einzelfall überlassen bleiben könnte, etwa durch Anordnung einer Absenkung im Falle einer akuten Kreditklemme.³⁵⁷ Welchen Konsequenzen und Grenzen es unterliegt, wenn die BaFin gleichwohl für eine abstrakt-generelle Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers in der Handlungsform der Allgemeinverfügung tätig wird (dazu sogleich), soll im folgenden 4. Teil abgehandelt werden.

bbb. Ausgewähltes Anwendungsbeispiel: Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers auf 0,25 Prozent durch die BaFin am 28.06.2019

Auch die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers durch die BaFin am 28.06.2019 sah entsprechend der gesetzgeberischen Konzeption der Festlegungsbefugnis keine Differenzierung nach Adressaten vor, sondern adressierte vielmehr einheitlich alle „Institute i.S.d. § 1 I b KWG“³⁵⁸, womit sie jedwede Eingrenzung und Individualisierung vermissen ließ. Dem- und § 10d V 3 KWG entsprechend wurde sie daher auch für jedermann auf der Internetseite der BaFin veröffentlicht. An dem auf die Veröffentlichung auf der Internetseite folgenden Tag galt die als Allgemeinverfügung titulierte Festlegung gemäß § 17 II FinDAG, § 41 IV 4 VwVfG auch als öffentlich bekanntgegeben.³⁵⁹ Die Festlegung erfolgte somit generell (vgl. oben A.III.4.). Eine individuelle Festlegung der inländischen antizykl-

³⁵⁷ Vgl. *Schnabel*, Börsen-Zeitung, 06.04.2019.

³⁵⁸ BaFin, Allgemeinverfügung v. 28.06.2019, Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers nach § 10d KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, a.a.O. (Fn. 341), Ziff. 3.

³⁵⁹ BaFin, Allgemeinverfügung v. 28.06.2019, Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers nach § 10d KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, a.a.O. (Fn. 341), Ziff. 4.

lischen Kapitalpufferquote für jedes Institut, das Risikopositionen im Inland hält, wäre zudem für die BaFin wohl nicht, jedenfalls nicht effektiv, um dem beobachteten zyklischen Systemrisiko (dazu so gleich) begegnen zu können (vgl. im 2. Teil unter A.III.2.), umsetzbar gewesen.

Regelungsgegenstand der Festlegung war die von jedem Institut unabhängig mögliche (s.o. A.IV.3.b.bb.aaa.) Erhöhung des vorzuhaltenden harten Kernkapitals um 0,25 % des jeweiligen Gesamtrisikobetrags³⁶⁰, der damit als abstrakt (hierzu oben A.III.2.a.) zu qualifizieren ist.

Geltungsbereich und -dauer der Festlegung vom 28.06.2019 waren - den gesetzlichen Vorgaben bzw. Nicht-Vorgaben (s.o. A.IV.3.b.bb.aaa.) entsprechend - unbeschränkt, was einen abstrakten Regelungsanlass vermuten lässt (hierzu oben A.III.2.c.).

Anlass der Quotenfestlegung der BaFin vom 28.06.2019³⁶¹ war eine Empfehlung des AFS³⁶²: Der AFS hatte ein Kreditwachstum beobachtet, das dynamischer zulegte als das BIP, was auf die Entste-

³⁶⁰ BaFin, Allgemeinverfügung v. 28.06.2019, Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers nach § 10d KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, a.a.O. (Fn. 341), Ziff. 1.

³⁶¹ BaFin, Allgemeinverfügung v. 28.06.2019, Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers nach § 10d KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, a.a.O. (Fn. 341); dazu zuvor bereits: Börsenzeitung v. 28.05.2019, S. 3 „Aufsicht verlangt neue Kapitalpuffer - Ausschuss für Finanzstabilität empfiehlt antizyklische Vorsorge von 0,25 Prozent der Risikoaktiva“; BaFin Meldung v. 27.05.2019, abrufbar https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2019/meldung_190527_sitzung_afs.html, zuletzt 01.07.2024; Pressemitteilung des BMF v. 27.05.2019, a.a.O. (Fn. 356); BaFin, Anhörung zur Allgemeinverfügung bezüglich der Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers v. 11.06.2019, GZ: R1-AZB 1134-2019/0001, abrufbar https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190611_anhoerung_allgvgf_antizykl_Kapitalpuffer.html;jsessionid=75063BA8CCA085AE910723553DCDBB.2_cid381, zuletzt 01.07.2024.

³⁶² AFS, Empfehlung v. 27.05.2019 zur Erhöhung des antizyklischen Kapitalpuffers, AFS/2019/1, a.a.O. (Fn. 346).

hung eines zyklischen Systemrisikos hindeutete. Nach Einschätzung des AFS legte das Kreditwachstum zusammen mit der bereits lang anhaltenden Phase des wirtschaftlichen Aufschwungs und niedriger Zinsen unterschätzte Kreditrisiken („Konjunkturrisiko“), überbewertete Kreditsicherheiten v.a. bei Immobilien („Immobilienrisiko“) sowie einen abrupten Zinsanstieg nach zunächst weiter anhaltend niedrigeren Zinsen („Zinsrisiko“) nahe, die in der Summe ein zyklisches Systemrisiko indizierten. Mit der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers sollte nicht auf eine bereits akute Instabilität - d.h. eine Beeinträchtigung insb. der Kreditfunktion - des Finanzsystems reagiert werden. Sie diene vielmehr der präventiven Stärkung des Finanzsystems. Der zusätzliche antizyklische Kapitalpuffer sollte Verluste abfedern, die eintreten würden, sollten sich die antizipierten Risiken tatsächlich verwirklichen. Dadurch sollte einer in diesem Szenario typischerweise zu erwartenden übermäßigen Einschränkung der Kreditvergabe an die Realwirtschaft und einer damit in der Vergangenheit oftmals einhergegangenen Finanzkrise vorgebeugt werden.³⁶³ Mithin war Anlass der Festlegung vom 28.06.2019 eine im Finanzzyklus (weiter-)gedachte Entwicklung zur Prävention von mit einer entsprechenden tatsächlichen Entwicklung typischerweise eintretenden Nachteilen für das Finanzsystem und die Realwirtschaft und damit ein - noch nur - abstraktes Risiko (hierzu oben A.III.2.b.bb.).

Auch die am 28.06.2019 erfolgte Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers durch die BaFin war danach, auch wenn sie in die äußere Form der Allgemeinverfügung gekleidet worden ist, als abs-

³⁶³ Vgl. AFS, Empfehlung v. 27.05.2019 zur Erhöhung des antizyklischen Kapitalpuffers, AFS/2019/1, a.a.O. (Fn. 346), S. 2, 3 ff., 7 f., 9 ff.; ebenso darauf BaFin, Allgemeinverfügung v. 28.06.2019, Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers nach § 10d KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, a.a.O. (Fn. 341); s.a. AFS, Sechster Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland, Mai 2019, S. 1 ff., 15 ff.

trakt-generell zu qualifizieren. Den Grenzen und Konsequenzen der damit inadäquaten Handlungsformenwahl wird im folgenden 4. Teil nachgegangen.

c. Anordnung des Kapitalpuffers für systemische Risiken

aa. Vorbemerkungen

Nach § 10e I 1 KWG kann die BaFin - subsidiär zu anderen makroprudenziellen Instrumenten (vgl. § 10e II 1 Nr. 2 KWG) - allen, bestimmten Arten oder Gruppen von Instituten einen zusätzlichen Systemrisikopuffer auferlegen. Die Quote des Systemrisikopuffers wird von der BaFin in Schritten von 0,5 Prozentpunkten festgesetzt (§ 10e I 3 KWG). Ein von der BaFin angeordneter Systemrisikopuffer muss sich - im Unterschied zur von ihr festgelegten Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers (s.o. A.IV.3.b.bb.aaa.) - nicht auf im Inland belegene Risikopositionen beschränken (§ 10e I 2 KWG).³⁶⁴ Bezugspunkt für die Pufferquote muss gleichwohl ebenfalls (s.o. A.IV.3.b.bb.aaa.) nicht der Gesamtrisikobetrag sein. Der Systemrisikopuffer dient der Abwehr systemischer Risiken, die zu einer Störung mit schwerwiegenden negativen Auswirkungen auf das nationale Finanzsystem und die Realwirtschaft im Inland führen können (vgl. § 10e II 1 Nr. 1 KWG). Der Puffer kann von der BaFin daher auch nur für die Teilgruppe von Risikopositionen festgelegt werden, die nach Ansicht der BaFin ein systemisches Risiko beför-

³⁶⁴ Der Binnenmarktintegrität wird insoweit durch § 10e II 2 KWG Rechnung getragen, der die Anordnung des Systemrisikopuffers bei unverhältnismäßiger Beeinträchtigung der Finanzsysteme anderer EWR-Staaten ausschließt, und durch § 10e III, IV, V KWG, der eine Beteiligung des ESRB, und ggf. der Kommission, der EBA sowie der mitgliedstaatlichen Behörden vorsieht, vgl. *Gurlit*, WM 2015, 1257, 1259 f.; *M. Schulte-Mattler/H. Schulte-Mattler*, in: *Fischer/Schulte-Mattler* (Hrsg.), KWG, CRR-VO, § 10e KWG Rn. 37 ff.

dern (vgl. § 10e I 2 Alt. 2, III 5 Nr. 5, VII 2 Nr. 3 KWG).³⁶⁵ § 10e VI KWG sieht für die Anordnung des Systemrisikopuffers ausdrücklich vor, dass die BaFin die Handlungsform der Allgemeinverfügung wählen darf.

bb. Handlungsform der Quotenfestlegung

aaa. Gesetzgeberische Vorgaben für Individualität und Konkretetheit der Festlegung des Kapitalpuffers für systemische Risiken

§ 10e I 1 KWG sieht sowohl die Möglichkeit vor, den Systemrisikopuffer für alle Institute anzuordnen, als auch eine Beschränkung auf bestimmte Arten oder Gruppen von Instituten. Eine individualisierende Eingrenzung des Adressatenkreises erscheint damit im Ausgangspunkt genauso möglich wie ein offener Adressatenkreis. Allerdings sind mit dem Systemrisikopuffer vor allem Systemrisiken in der Querschnittsdimension zu adressieren (dazu sogleich). Ein Systemrisiko in der Querschnittsdimension (s. im 1. Teil unter C.II.2.b.) resultiert aus einem gleichgerichteten Verhalten einer Mehrzahl von miteinander vernetzten Instituten. Da es sich gerade aus dem Verhalten und den Beziehungen mehrerer Institute ergibt, muss eine Maßnahme zu seiner Abwehr notwendig für eine Mehrzahl von Instituten Geltung beanspruchen können (dazu schon im 2. Teil unter A.III.1.). Mithin verlangt die Anordnung eines Systemrisikopuffers stets ein gewisses Maß an Generalität und wird daher nur eingeschränkt individualisiert werden können. Dementsprechend sieht § 10e KWG auch nicht die Möglichkeit einer Anordnung ge-

³⁶⁵ Vgl.: *Gurlit*, WM 2015, 1257, 1258 f.; *Schaber*, in: Luz/Neus/Schaber/Schneider/Wagner/Weber (Hrsg.), KWG und CRR, Bd. 1a, § 10e Rn. 3; *M. Schulte-Mattler/H. Schulte-Mattler*, in: Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, CRR-VO, § 10e KWG Rn. 14, sowie Rn. 32 ff. zu den Anordnungs Voraussetzungen; *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 235.

genüber nur einem Institut vor.³⁶⁶ Vielmehr schreibt § 10e VII 1 KWG die einheitliche Veröffentlichung der Anordnung des Kapitalpuffers für systemische Risiken auf der Internetseite der BaFin vor. Gemäß § 10e VI KWG, § 17 II 1 und 2 FinDAG, § 41 IV 1 VwVfG erfolgt - bei einer als Allgemeinverfügung titulierten Pufferanordnung - auch die öffentliche Bekanntgabe durch die elektronische Bekanntmachung auf der Internetseite der BaFin. Die öffentliche Bekanntgabe spricht für einen offenen Adressatenkreis und damit eine generelle Maßnahme (vgl. oben A.III.4.). Je nach der Zahl der Institute, aus deren Verflechtung das systemische Risiko in der Querschnittsdimension resultiert, dürfte eine individuelle Adressierung schließlich einem effektiven Normvollzug auch praktisch zuwiderlaufen. Soweit mit dem Systemrisikopuffer neben dem antizyklischen Kapitalpuffer auch zyklische Risiken in der Zeitdimension adressiert werden können sollen (dazu sogleich), verlangt auch dies im Übrigen einen offenen Adressatenkreis (dazu bereits A.IV.3.b.bb.aaa.).

Regelungsgegenstand des Systemrisikopuffers ist wie beim antizyklischen Kapitalpuffer die von einer Mehrzahl von Instituten verlangte unabhängig mögliche Erhöhung ihrer Eigenmittel (vgl. § 10e I 1 KWG), also das Verhalten einer mehr oder eher weniger bestimmten Vielzahl von verschiedenen Adressaten. Je individualisierter die Regelungsadressaten sind, desto konkreter ist damit zwar auch der Regelungsgegenstand. In Anbetracht der allenfalls eingeschränkten Individualisierbarkeit des Adressatenkreises dürfte aber auch der Regelungsgegenstand grds. als abstrakt zu qualifizieren sein (vgl. hierzu oben A.III.2.a. und 3.). Allerdings ist seitens des Gesetzgebers immerhin vorgesehen, dass soweit möglich eine Konkretisierung

³⁶⁶ So ausdrücklich auch die Gesetzgebung BT-Drs. 17/10974, S. 79; s.a. *M. Schulte-Mattler/H. Schulte-Mattler*, in: Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, CRR-VO, § 10e KWG Rn. 5, 7.

des Regelungsgegenstandes (vgl. hierzu A.III.2.a.) in der Anordnung durch die Behörde erfolgt. So sieht § 10e I 2 KWG die Möglichkeit vor, die Anordnung auf eine bestimmte Teilgruppe von Risikopositionen zu beschränken (sog. *sektoraler* Systemrisikopuffer), und § 10e VII 2 Nr. 3 KWG verlangt dementsprechend, dass die Veröffentlichung der Anordnung Angaben dazu enthält.

§ 10e KWG sieht weder für die Geltungsdauer - § 10e II 3 KWG bestimmt lediglich eine Überprüfung des Kapitalpuffers mindestens alle zwei Jahre, jedoch keine Befristung der Kapitalpufferanordnung³⁶⁷ - noch für den Geltungsbereich der Anordnung eines Systemrisikopuffers eine Begrenzung vor, was wiederum eine Einordnung als abstrakt-generelle Maßnahme indiziert (hierzu oben A.III.2.c.).

Für die Einordnung wird es daher entscheidend auf den Regulationsanlass ankommen. § 10e II 1 KWG i.d.F. bis zum 28.12.2020³⁶⁸ sah noch ausdrücklich vor, dass der Systemrisikopuffer - im Unterschied zum antizyklischen Kapitalpuffer - „nicht zyklische“ Systemrisiken in der Querschnittsdimension adressieren soll. Nach der aktuellen Fassung³⁶⁹, in der der Zusatz „nicht zyklisch“ nicht mehr vorgesehen ist, scheint die Adressierung eines zyklisch wiederkehrenden Systemrisikos in der Zeitdimension, wie es der antizyklische Kapitalpuffer antizipiert (s.o. A.IV.3.b.bb.aaa.), jedenfalls nicht mehr von vornherein ausgeschlossen. Nach § 10e II 2 Nr. 2 KWG sollen mit dem Systemrisikopuffer allerdings weiterhin nur systemische Risiken abgewehrt werden, die insbesondere nicht durch den antizyklischen Kapitalpuffer nach § 10d KWG abgedeckt werden. Sein An-

³⁶⁷ So auch *Auerbach*, in: Schwennicke/Auerbach, KWG, 4. Auflage 2021, § 10e Rn. 12.

³⁶⁸ Entsprechend Art. 130 Abs. 1 CRD IV i.d.F. bis zum 26.06.2019: „nichtzyklische Systemrisiken“.

³⁶⁹ Entsprechend der Änderung des Art. 133 Abs. 1 CRD IV durch Art. 1 Nr. 49 RL (EU) 2019/878 vom 20.05.2019 („CRD V“).

wendungsbereich ist daher weiterhin³⁷⁰ in der zielgenauen Adressierung struktureller Risiken zu sehen, die der antizyklische Kapitalpuffer aufgrund seiner weiten Ausgestaltung auf alle inländischen Risikopositionen und seiner ausschließlichen Fokussierung auf zyklische Risiken nicht zu adressieren vermag.³⁷¹ Dementsprechend kann der Systemrisikopuffer - im Unterschied zum antizyklischen Kapitalpuffer - auch erst angeordnet werden, wenn ein Systemrisiko erkannt - d.h. akut - wird, das zu „einer Störung mit schwerwiegenden negativen Auswirkungen auf das nationale Finanzsystem und die Realwirtschaft im Inland führen kann“ (§ 10e II 1 Nr. 1 KWG). Die Formulierung „führen kann“ verdeutlicht zwar, dass auch der Systemrisikopuffer - ähnlich dem antizyklischen Kapitalpuffer (s.o. A.IV.3.b.bb.aaa.) - als Maßnahme der Risikoprävention³⁷² zu einem Zeitpunkt angeordnet werden soll, zu dem die Wahrscheinlichkeit des Eintritts einer Störung des Finanzsystems noch ungewiss ist (vgl. oben A.III.2.b.bb.). Dies ändert aber nichts daran, dass er - anders als der antizyklische Kapitalpuffer (dazu wiederum A.IV.3.b.bb.aaa.) - nicht aus Anlass einer gedachten, typischen Gefahrensituation angeordnet wird, sondern auf die Möglichkeit einer

³⁷⁰ Für eine Beschränkung auf nicht zyklische Risiken i.E. offenbar weiterhin *Auerbach*, in: Schwennicke/Auerbach, KWG, § 10e Rn. 1, 9; *M. Schulte-Mattler/H. Schulte-Mattler*, in: Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG - CRR-VO, 6. Auflage 2023, § 10e KWG Rn. 1; *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried (Hrsg.), Bankrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2022, 2.230; *Fischer/Boegl*, in: Ellenberger/Bunte (Hrsg.), BankR-Hdb, § 114 Rn. 45; BaFin, Allgemeinverfügung v. 30.03.2022, Anordnung eines Kapitalpuffers für systemische Risiken nach § 10e KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, abrufbar https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_220331_allgvfg_systemrisikopuffer.html, zuletzt 01.07.2024.

³⁷¹ Vgl. BaFin, Allgemeinverfügung v. 30.03.2022, Anordnung eines Kapitalpuffers für systemische Risiken nach § 10e KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, abrufbar https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_220331_allgvfg_systemrisikopuffer.html, zuletzt 01.07.2024.

³⁷² Vgl. BT-Drs. 17/10974, S. 79; s.a. *Auerbach*, in: Schwennicke/Auerbach, KWG, § 10e Rn. 2.

bevorstehenden Störung reagieren soll, um dieser vorzubeugen. Verdeutlicht wird dies zum einen dadurch, dass der Systemrisikopuffer - im Unterschied zum antizyklischen Kapitalpuffer - mit dem Datum seiner Verkündung Anwendung finden soll³⁷³ sowie dadurch, dass § 10e II 1 Nr. 1 KWG auf Tatbestandsseite ausdrücklich auf *eine* Störung mit schwerwiegenden negativen Auswirkungen auf das Finanzsystem Bezug nimmt. Ob eine Störung möglich ist, welche Auswirkungen sie auf das Finanzsystem haben kann und ob diese bedeutend sind, hängt von Umständen des Einzelfalls ab. Mithin ist Anlass der Anordnung eines Systemrisikopuffers ein konkretes Risiko (hierzu A.III.2.b.bb.) und die vom Gesetzgeber in § 10e VI KWG ausdrücklich zur Verfügung gestellte Allgemeinverfügung damit die adäquate Handlungsform.

bbb. Ausgewähltes Anwendungsbeispiel: Anordnung eines Kapitalpuffers für systemische Risiken i.H.v. 2 Prozent für Wohnimmobilienfinanzierungen durch die BaFin am 30.03.2022

Mit als Allgemeinverfügung titulierter Anordnung vom 30.03.2022 ordnete die BaFin gemäß § 10e I KWG erstmals einen aus hartem Kernkapital bestehenden Kapitalpuffer für systemische Risiken in Höhe von zwei Prozent für Wohnimmobilienfinanzierungen an.³⁷⁴

Die Anordnung ist an alle Institute, Institutsgruppen, Finanzholding-Gruppen und gemischte Finanzholding-Gruppen i.S.d. § 10 I 1

³⁷³ M. Schulte-Mattler/H. Schulte-Mattler, in: Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, CRR-VO, § 10e KWG Rn. 13.

³⁷⁴ BaFin, Allgemeinverfügung v. 30.03.2022, Anordnung eines Kapitalpuffers für systemische Risiken nach § 10e KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, abrufbar https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_220331_allgvfg_systemrisikopuffer.html, zuletzt 01.07.2024.

und 4 KWG adressiert³⁷⁵, die Finanzierungen für im Inland belegene Wohnimmobilien anbieten „können“. Sie erfasst damit aktuelle wie auch potenzielle Anbieter von Wohnimmobilienkrediten. Dementsprechend wurde die Anordnung gemäß § 10e VII 1 KWG auch auf der Internetseite der BaFin veröffentlicht. An dem auf die Veröffentlichung auf der Internetseite folgenden Tag galt sie gemäß § 17 II FinDAG, § 41 III, IV 4 VwVfG auch als öffentlich bekanntgegeben.³⁷⁶ Die Festlegung erfolgte somit generell (vgl. oben A.III.1.b. und 4.). Eine individuelle Festlegung des Systemrisikopuffers wäre für die BaFin wohl auch nicht, jedenfalls nicht effektiv umsetzbar gewesen, um dem adressierten Systemrisiko - simultaner Ausfall der Wohnimmobilienkreditnehmer bei zeitgleichem Wertverlust ihrer Kreditsicherheiten und Abschreibungsbedarf einer Vielzahl von Instituten (dazu sogleich) - begegnen zu können (s.o. A.IV.3.c.bb.aaa.).

Regelungsgegenstand der Anordnung ist das von jedem Institut etc. unabhängig mögliche (s.o. A.IV.3.c.bb.aaa.) Vorhalten eines aus hartem Kernkapital bestehenden Kapitalpuffers für systemische Risiken in Höhe von zwei Prozent für alle Risikopositionen - oder Teile von Risikopositionen - gegenüber natürlichen und juristischen Personen, bei denen Grundpfandrechte an im Inland belegenen Wohnimmobilien anrechnungsmindernd bei der Ermittlung der Eigenkapitalanforderungen zur Wohnimmobilienfinanzierung berücksichtigt werden.³⁷⁷ Die Regelung des Systemrisikopuffers ist

³⁷⁵ BaFin, Allgemeinverfügung v. 30.03.2022, Anordnung eines Kapitalpuffers für systemische Risiken nach § 10e KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, a.a.O. (Fn. 375), Ziff. 3.

³⁷⁶ BaFin, Allgemeinverfügung v. 30.03.2022, Anordnung eines Kapitalpuffers für systemische Risiken nach § 10e KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, a.a.O. (Fn. 375), Ziff. 5.

³⁷⁷ BaFin, Allgemeinverfügung v. 30.03.2022, Anordnung eines Kapitalpuffers für systemische Risiken nach § 10e KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, a.a.O. (Fn. 375), Ziff. 1 u. 2.

insofern zwar *sektoral* auf die Wohnimmobilienfinanzierung beschränkt, aber gleichwohl abstrakt, da sie unbestimmt viele Vergaben von Krediten zum fremdkapitalfinanzierten Erwerb von Wohnimmobilien erfasst. Der Regelungsgegenstand ist damit als abstrakt (hierzu oben A.III.2.a.) zu qualifizieren.

Auch Geltungsbereich und -dauer (hierzu oben A.III.2.c.) indizieren eher einen abstrakt-generellen Charakter der Anordnung. Denn in zeitlicher Hinsicht erfährt die Regelung - entsprechend der gesetzlichen Nicht-Vorgabe (dazu oben A.IV.3.c.bb.aaa.) - keine Begrenzung. In räumlicher Hinsicht ist die Anordnung zwar auf Grundpfandrechte an im Inland belegenen Wohnimmobilien beschränkt. Damit bleibt ihr Geltungsbereich aber nicht hinter dem einer abstrakt-generellen Bundesverordnung für das gesamte Bundesgebiet zurück.

Regelungsanlass der Pufferanordnung³⁷⁸ sind vom AFS neben zyklischen Risiken beobachtete und von der BaFin als signifikant bewertete spezifische „strukturelle Risiken“ aus Wohnimmobilienfinanzierungen, die nicht durch den antizyklischen Kapitalpuffer adressiert werden können („nicht-zyklische Komponenten des Systemrisikos“). Aus dem ausgesprochen hohen Anstieg der Preissteigerungsrate von zuletzt 12,4 %, der Abkopplung der Preisentwicklung von fundamentalen ökonomischen Parametern und den landesweiten Überbewertungen in Höhe von 20-35 % ergebe sich ein substantielles systemisches Risiko einer Störung mit schwerwiegenden negativen Auswirkungen auf das nationale Finanzsystem und die Realwirtschaft im Inland. Die erheblichen Übertreibungen am Wohnimmobilienmarkt könnten in einer abrupten wirtschaftlichen Abwärtsentwicklung abgebaut werden. Bei einer signifikanten Preiskorrektur

³⁷⁸ Vgl. hierzu und zum Folgenden BaFin, Allgemeinverfügung v. 30.03.2022, Anordnung eines Kapitalpuffers für systemische Risiken nach § 10e KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, a.a.O. (Fn. 375).

würden sich die Ausfallrisiken der Institute erhöhen. Diese sähen sich somit zeitgleich damit konfrontiert, Kreditsicherheiten zu verwerten, was die Wohnimmobilienpreise weiter sinken lassen und in der Konsequenz zu einem simultanen Abschreibungsbedarf führen würde. Dann könne das Finanzsystem seine Aufgaben möglicherweise nicht mehr vollständig erfüllen; insbesondere könne es zu Einschränkungen bei der Kreditversorgung der Realwirtschaft kommen.

Mit der Beobachtung eines so beschriebenen signifikanten Systemrisikos (vgl. hierzu auch nochmals im 1. Teil unter C.II.2.b.) ist der Anlass der erfolgten Anordnung des sektoralen Systemrisikopuffers als konkret und die von der gesetzlichen Regelung vorgesehene und von der BaFin gewählte Handlungsform der Allgemeinverfügung als adäquat zu bewerten.

d. Zusätzliche Maßnahmen zur Begrenzung systemischer Risiken

aa. Vorbemerkungen

Art. 458 CRR erlaubt es, den mitgliedstaatlichen Behörden eine Ermächtigung einzuräumen, unionsrechtliche Anforderungen befristet zu verschärfen. Dementsprechend ermächtigt § 48t I KWG die BaFin, etwa die Eigenkapitalanforderungen (Nr. 1) zu erhöhen³⁷⁹. Voraussetzung für eine zusätzliche Maßnahme nach § 48t I KWG ist, dass der AFS eine Intensivierung eines systemischen Risikos feststellt, die zu einer Störung mit bedeutenden Auswirkungen auf das nationale Finanzsystem und die Realwirtschaft im Inland führen kann, auf die mit anderen Instrumenten der Makroaufsicht nach der CRR und der CRD IV nicht so wirksam reagiert werden kann wie

³⁷⁹ Zu weiteren möglichen Maßnahmen nach § 48t KWG *Lindemann*, in: Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, CRR-VO, § 48t KWG Rn. 21 ff.

durch die Umsetzung strengerer nationaler Maßnahmen. Maßnahmen nach § 48t I KWG sind damit gegenüber allen anderen unionsrechtlich vorgesehenen Instrumenten zur Abwehr systemischer Risiken wie etwa dem antizyklischen und auch dem Systemrisikopuffer subsidiär (vgl. auch § 48t II Nr. 1 lit. b) KWG). Die Subsidiarität ist geboten, damit die unionsrechtlich einheitlichen Anforderungen nicht durch nationale Abweichungen unterminiert werden. Die Subsidiarität wird durch ein europäisches Genehmigungsverfahren sichergestellt, an dem die Kommission und der ESRB beteiligt sind (vgl. § 48t II Nr. 1 KWG). Maßnahmen nach § 48t I KWG können sowohl zur Abwehr zyklischer Systemrisiken als auch zur Abwehr von Systemrisiken in der Querschnittsdimension eingesetzt werden.³⁸⁰

Bislang hat die BaFin von § 48t I KWG noch keinen Gebrauch gemacht.

bb. Handlungsform der Quotenfestlegung: Gesetzgeberische Vorgaben für Individualität und Konkretheit für Maßnahmen zur Begrenzung systemischer Risiken

§ 48t I KWG sieht ausdrücklich ein Handeln „im Wege der Allgemeinverfügung“ vor. Die Verfügung soll *expressis verbis* einheitlich „gegenüber allen oder einer Gruppe“ von Instituten ergehen können. Wie bei der Anordnung des Systemrisikopuffers kommt damit grundsätzlich sowohl eine individualisierende Eingrenzung des Adressatenkreises in Betracht als auch ein offener Adressatenkreis. Soweit mit der Maßnahme ein Systemrisiko in der Querschnittsdimension adressiert werden soll, muss die Maßnahme allerdings

³⁸⁰ Vgl. insgesamt zu § 48t KWG: *Gurlit*, WM 2015, 1257, 1261 f.; *Büchmüller/Igl/Willemsen/Rechel*, in: *Luz/Neus/Schaber/Schneider/Wagner/Weber* (Hrsg.), KWG und CRR Bd. 1b, 4. Aufl. 2023, § 48t Rn. 4 ff.; *Lindemann*, in: *Fischer/Schulte-Mattler* (Hrsg.), KWG, CRR-VO, § 48t KWG Rn. 6 ff.

ebenso wie der Systemrisikopuffer notwendigerweise für eine Mehrzahl von Instituten Geltung beanspruchen können, so dass sie nur eingeschränkt individualisiert werden kann (s.o. A.IV.3.c.bb.aaa.). Dementsprechend spricht auch § 48t I KWG nicht die Möglichkeit einer Anordnung gegenüber nur einem Institut an. Soweit zyklische Risiken adressiert werden, die - wie etwa beim antizyklischen Kapitalpuffer - ein aggregiertes Kreditwachstum zum Anlass haben, scheidet eine Eingrenzung des Adressatenkreises von vornherein aus (vgl. oben A.IV.3.b.bb.aaa.). In aller Regel wird auch eine Maßnahme nach § 48t I KWG daher genereller Natur sein. Jedenfalls soweit die Maßnahme gegenüber allen der Aufsicht der BaFin unterstehenden Instituten ergriffen wird, wäre eine individuelle Adressierung schließlich auch nicht praktikabel.

Regelungsgegenstand einer Maßnahme nach § 48t I KWG ist die Erhöhung unionsrechtlicher Anforderungen wie etwa der Eigenmitelanforderungen (Nr. 1), also das unabhängig mögliche Verhalten einer je nach Begrenzung und Individualisierung des Adressatenkreises mehr oder regelmäßig eher weniger bestimmten Vielzahl von verschiedenen Instituten. Der Regelungsgegenstand dürfte in der Folge damit ebenso regelmäßig abstrakt sein (vgl. hierzu oben A.III.2.a. und 3.).

Der Regelungsbereich einer Maßnahme nach § 48t I KWG ist nicht begrenzt. Ihre Geltungsdauer ist zwar auf zwei Jahre zu befristen, was die Rechtsbehelfsfrist eines Widerspruchs (§ 70 I 1 VwGO) und einer Anfechtungsklage (§ 74 I 1 VwGO) von einem Monat jedoch um ein Vielfaches übersteigt und in Anbetracht eines regelmäßig offenen Adressatenkreises (s.o.) für die Annahme einer abstrakt-generellen Maßnahme spricht (vgl. oben A.III.2.c.bb. und 4.).

Maßnahmen nach § 48t I KWG sollen dem Schutz der Finanzsystemstabilität vor Systemrisiken dienen.³⁸¹ Anlass einer Maßnahme nach § 48t I KWG sind dementsprechend Veränderungen in der Intensität eines zyklischen systemischen Risikos in der Zeitdimension oder eines Systemrisikos in der Querschnittsdimension.³⁸² Soweit mit einer Maßnahme nach § 48t I KWG ein zyklisches Risiko antizipiert wird, ist der Anlass die Prävention eines bloß abstrakten Risikos (vgl. oben A.IV.3.b.bb.aaa.). Die Abwehr eines abstrakten Risikos hat aber nicht mittels Allgemeinverfügung, sondern mittels Rechtsnorm zu erfolgen (vgl. oben A.I. und A.III.2.b.bb.). Soweit die Maßnahme aber nicht ein typischerweise zyklisch auftretendes Risiko antizipiert, sondern einer akuten Intensivierung eines Risikos für das Finanzsystem in der Querschnittsdimension - ggf. auch präventiv - Rechnung trägt, ist ihr Anlass die Abwehr eines konkreten Risikos; jedenfalls insoweit sind Maßnahmen nach § 48t I KWG als konkret-generell zu qualifizieren, so dass die vom Gesetzgeber vorgesehene Handlungsform der Allgemeinverfügung adäquat ist (vgl. auch A.IV.3.c.bb.aaa.).

V. Zwischenergebnis: Normative Strukturmerkmale der ausgewählten Maßnahmen der nationalen Finanzaufsichtsbehörde

Die Untersuchung der ausgewählten Handlungsbefugnisse der nationalen Finanzaufsichtsbehörden zeigt, dass diese - entsprechend den im 2. Teil aufgestellten Erklärungsansätzen - nach der gesetzgeberischen Vorordnung und in ihrer praktischen Anwendung durch die BaFin generell ausgestaltet sind. Nicht nur wegen des Erforder-

³⁸¹ *Auerbach*, in: Schwennicke/Auerbach, KWG, § 48t Rn. 6 f.

³⁸² Vgl. etwa auch *Auerbach*, in: Schwennicke/Auerbach, KWG, § 48t Rn. 5.

nisses einheitlicher (vgl. zum „level playing field-Ansatz“ im 2. Teil unter A.I.) und den praktischen Grenzen (vgl. zum „Praktikabilitätsansatz“ im 2. Teil unter A.II.) individueller Regelungen für eine Vielzahl gegenwärtiger und künftiger Finanzinstitute und Finanzmarktakteure haben Leerverkaufsverbote (oben IV.1.b. und c.), Produktinterventionen (oben IV.2.b. und c.), der antizyklische Kapitalpuffer (oben IV.3.b.bb.aaa. und bbb.), der Systemrisikopuffer (oben IV.3.c.bb.aaa. und bbb.) und Maßnahmen zur Begrenzung systemischer Risiken (oben IV.3.d.bb.) einen generellen Wirkungsmodus. Vielmehr hat sich auch bestätigt, dass speziell Befugnisse zur Abwehr systemischer Risiken in der Querschnittsdimension - der Systemrisikopuffer (oben IV.3.c.bb.aaa. und bbb.) und unter Umständen auch eine Produktintervention (oben IV.2.b. und c.) sowie Maßnahmen zur Begrenzung systemischer Risiken (oben IV.3.d.bb.) - entsprechend dem Erklärungsansatz im 2. Teil (zum „Relationalität/Potenzialität-Ansatz“ im 2. Teil unter A.III.1.) auch einen generellen Wirkungsmodus haben, weil das adressierte Risiko aus dem Verhalten und den Beziehungen einer Vielzahl von Instituten bzw. Finanzmarktakteuren resultiert, und Befugnisse zur Abwehr systemischer Risiken in der Zeitdimension (zum „Paradoxität-Ansatz“ im 2. Teil unter A.III.2) - der antizyklische Kapitalpuffer (oben IV.3.b.bb.aaa. und bbb.) und unter Umständen Maßnahmen zur Begrenzung systemischer Risiken (oben IV.3.d.bb.) -, weil sich im Finanzzyklus infolge eines gleichgerichteten zunehmend risikoaffinen Verhaltens einer Vielzahl von Akteuren Risiken im Finanzsystem aggregieren.

Während nun aber Maßnahmen zur Abwehr akuter Leerverkaufsschübe (hierzu IV.1.b. und c.) oder auch zur Prävention der - noch ungewissen - Folgen eines akuten Systemrisikos in der Querschnittsdimension (hierzu IV.2.b., insb. 3.c.bb. und d.bb.) aufgrund ihres konkreten Regelungsanlasses einen (noch) konkreten Wir-

kungsmodus haben und damit im hier angelegten Abgrenzungskonzept als Einzelakte qualifiziert werden können, zeichnen sich Maßnahmen zur Prävention typisierter Gefahren bzw. Risiken - wie Produktinterventionen, die ganze Produktkategorien wegen grundsätzlicher Gefahren etwa für eine typisierte Anlegerkategorie bspw. den Durchschnitts-Verbraucheranleger, pauschal verbieten (hierzu IV.2.b. und insb. c.) sowie der antizyklischer Kapitalpuffer (hierzu IV.3.b.bb.aaa. und bbb.) und ggf. sonstige Maßnahmen zur Begrenzung systemischer Risiken in der Zeitdimension (hierzu IV.3.d.bb.), die typischerweise im Finanzzyklus wiederkehrende Systemrisiken antizipieren - durch einen abstrakt-generellen Wirkungsmodus aus und überschreiten damit die hier dogmatisch gezogene Grenze zur Rechtsnorm.

Die sich in Anbetracht des im 2. Teil herausgearbeiteten Bedarfs und Erfordernisses nach normativem Handeln der Finanzaufsichtsbehörden (dort A. und B.) damit stellende Frage nach den (verfassungs-)rechtlichen Grenzen und Konsequenzen dieser dogmatischen Grenzüberschreitung soll im 4. Teil behandelt werden.

B. Die Handlungsform des adressatenlosen Beschlusses: Wesensmerkmale und Abgrenzung zur Rechtsnorm

Die beschriebene Abgrenzungsproblematik stellt sich im Unionsrecht auf ähnliche Weise, dort zwischen dem (adressatenlosen) Beschluss, der das Pendant zum Verwaltungsakt bzw. zur Allgemeinverfügung bildet, und der Verordnung, die den Charakter der administrativen Normsetzung der Rechtsverordnung teilen kann. Sie wurde bereits bezüglich der Vorgängerhandlungsform zum Beschluss, der europäischen Entscheidung, diskutiert.³⁸³ Insoweit hatten sich als Abgrenzungskriterien die Individualisierbarkeit und Geschlossenheit des Adressatenkreises etabliert.³⁸⁴

I. Abgrenzungsbedürfnis infolge gemeinsamer und unterscheidender Wesensmerkmale von Beschluss und Verordnung

Beschluss und Verordnung ist gemein, dass sie unmittelbar für die von ihrem Anwendungsbereich umfassten Individuen gelten.³⁸⁵ Adressaten von Verordnung und Beschluss können neben Mitgliedstaaten und EU-Organen auch natürliche und juristische Personen sein.³⁸⁶ Auf letztere Konstellation beschränken sich die weitere Untersuchung sowie die folgenden Ausführungen.

³⁸³ Bereits darauf hinweisend *Laubinger*, Das „Endiviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 323; s.a. *Ehlers/Pünder*, in: dies. (Hrsg.), Allg. VerwR, § 5 Rn. 21; *Stelkens*, ZEUS 2005, 61, 66 ff.

³⁸⁴ *Laubinger*, Das „Endiviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 323 m.w.N. (Fn. 65); *Fuss*, NJW 1964, 945 ff. 947, 950.

³⁸⁵ Vgl. *Ehlers/Pünder*, in: dies. (Hrsg.), Allg. VerwR, § 5 Rn. 14, 22; *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 89, 93; *Geismann*, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Band 4, 7. Aufl. 2015, Art. 288 AEUV Rn. 60.

³⁸⁶ *Ruffert*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 90 ff.; *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 98, 174, 180; *Geismann*, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Band 4,

Der Beschluss zeichnet sich grundsätzlich dadurch aus, dass er *an bestimmte Adressaten gerichtet* ist (vgl. Art. 288 IV 2 AEUV), wohingegen die Verordnung *allgemein* gilt (Art. 288 II 1 AEUV). Verordnungen umschreiben ihren Adressaten daher nur generell und haben einen offenen Adressatenkreis. Werden sie von Parlament und Rat, den Gesetzgebungsorganen der EU (vgl. Art. 14 I 1, 16 I 1 EUV), im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren erlassen (Art. 289 AEUV), können sie als europäisches Äquivalent zum nationalen Gesetz verstanden werden.³⁸⁷ Verordnungen können aber nicht nur von Rat und Parlament als europäischem Gesetzgeber im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren erlassen werden. Art. 290 AEUV sieht eine Delegation von Rechtsakten mit allgemeiner Geltung, also gerade der Verordnung, auf die Kommission vor, die nach Art. 17 I 5 EUV u.a. Verwaltungsorgan der EU ist. Das Unionsrecht kennt damit wie das deutsche Verfassungsrecht die Möglichkeit delegierter administrativer Rechtsetzung.³⁸⁸ Auch die EZB darf ausnahmsweise nach

Art. 288 AEUV Rn. 59; *Kotzur*, in: Geiger/Khan/Kotzur (Hrsg.), EUV/AEUV, 7. Aufl. 2023, Art. 288 AEUV Rn. 21.

³⁸⁷ *Biervert*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV, Rn. 18 f.; *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 89 f.; *Ehlers/Pünder*, in: dies. (Hrsg.), Allg. VerwR, § 5 Rn. 14; *Schroeder*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, 3. Aufl. 2018, Art. 288 Rn. 39; *Geismann*, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Band 4, Art. 288 AEUV Rn. 32 f.; *Kotzur*, in: Geiger/Khan/Kotzur (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 AEUV Rn. 6 f.; kritisch *Bast*, in: Bogdandy/Bast (Hrsg.), Europ. Verfassungsrecht, 2. Aufl. 2009, S. 547 ff.; s.a. *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 14, 17 f., 345; *Weiß*, EuR 2016, 631, 642; v. *Achenbach*, Demokratische Gesetzgebung in der Europäischen Union, 2014, S. 36.

³⁸⁸ *Ehlers/Pünder*, in: dies. (Hrsg.), Allg. VerwR, § 5 Rn. 8, 14; *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 97; s.a. *Ruffert*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 16, Art. 290 Rn. 11; *Rabe*, Verwaltungsakt, S. 163; *Wißmann/Lange*, in: Leible/Terhechte (Hrsg.), Enzyklopädie Europarecht, Band 3, 2. Aufl. 2021, § 31 Rn. 5, 15 ff.; s.a. *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 14, 26 ff.; *Weiß*, EuR 2016, 631, 642; s. zur Verwaltungsfunktion der Kommission auch *Schmidt-Aßmann/Schöndorf-Haubold*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdgl. VerwR

Art. 132 I 1. Spiegelstrich AEUV in den dort genannten Fällen Verordnungen erlassen. Dazu zählen gerade die ihr auf Grundlage von Art. 127 VI AEUV in der SSM-VO übertragenen besonderen Aufgaben als Aufsichtsbehörde über Kredit- und sonstige Finanzinstitute (Art. 25.2 ESZB-VO); jedoch beschränkt Art. 4 III UA 2 S. 3 SSM-VO die Ermächtigung auf den Erlass von Verordnungen zur Ausgestaltung und Festlegung der „Modalitäten“ ihrer Aufgabenwahrnehmung.³⁸⁹

Der *adressatengerichtete* Beschluss bestimmt die Adressaten, an die er sich richtet, individuell, wozu es zwar nicht ihrer namentlichen Nennung, aber ihrer Individualisierung durch die Regelung des Beschlusses bedarf. Er ist v.a. das Mittel zur Anwendung allgemeiner Regeln auf individuelle Einzelfälle (*Individualisierungs- und Klarstellungsfunktion*) und findet insoweit im deutschen Recht seine Entsprechung im Verwaltungsakt.³⁹⁰ Im Umkehrschluss aus Art. 288

Bd. I, § 5 Rn. 23b, 29; *Möstl*, DVBl 2011, 1076, 1077; *Ilgner*, Durchführung der Rechtsakte des europ. Gesetzgebers, S. 202.

Art. 291 II AEUV regelt demgegenüber nicht die Delegation legislativer Rechtssetzungsbefugnis auf die Kommission, sondern ermächtigt sie - zur Sicherstellung eines einheitlichen Vollzugs - (abstrakt-generelle) Vorgaben für die Durchführung von Unionsrechtsakten zu erlassen und betrifft damit die Wahrnehmung originär administrativer Befugnisse. Durchführungsrechtsakte entsprechen daher weniger der Rechtsverordnung, sondern eher der Verwaltungsvorschrift. Gerade auch dazu *Martini*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR, Bd. II, § 33 Rn. 175 ff.; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 29 ff., 34 f., 345; s.a. *Danwitz*, Europäisches Verwaltungsrecht, 2008, S. 272; *Möstl*, DVBl 2011, 1076, 1081.

³⁸⁹ *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 184 f.; *Gurliß*, WM 2015, 1217, 1226; allgemein *Häde*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 132 AEUV Rn. 3.

³⁹⁰ *Drechsler*, in: Dausen/Ludwigs (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, 59. Aufl. 2023, B.III. Rn. 128; *Martini*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR, Bd. II, § 33 Rn. 169; *Schroeder*, in: Streinz, EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 122 ff.; *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 174 f., 180; vgl. auch *Ehlers/Pünder*, in: dies. (Hrsg.), Allg. VerwR, § 5 Rn. 21; *Ruffert*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 15, 88, 93; *Geismann*, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Band 4,

IV 2 AEUV sowie aus Art. 297 II AEUV ergibt sich, dass es nicht nur adressatengerichtete Beschlüsse gibt, sondern auch *adressatenlose*.³⁹¹ Der adressatenlose Beschluss richtet sich im Unterschied zum adressatengerichteten nicht an bestimmte Adressaten, sondern kann einen offenen Adressatenkreis haben, so dass er sich mit der Verordnung überschneidet.³⁹²

Art. 288 I, IV AEUV sieht die Handlungsform des Beschlusses nur für „Organe“ der EU vor. Die EZB ist eines der Organe der EU (Art. 13 I UA 2 6. Spiegelstrich EUV). Nach Artt. 288 I, IV, 132 I 2. Spiegelstrich AEUV i.V.m. Art. 25.2 ESZB-Satzung i.V.m. Art. 4 III UA 2 S. 1 a.E. SSM-VO ist sie ausdrücklich ermächtigt, zur Wahrnehmung ihrer Aufgabe als Aufsichtsbehörde über Kredit- und sonstige Finanzinstitute Beschlüsse zu erlassen, was sowohl adressatengerichtete als auch adressatenlose Beschlüsse umfasst, da Art. 132 I 2. Spiegelstrich AEUV und Art. 4 III UA 2 S. 1 a.E. SSM-VO insoweit keine Einschränkung vorsehen.³⁹³ Die ESAs sind keine Organe der

Art. 288 AEUV Rn. 57, 59; *Lange*, in: Leible/Terhechte (Hrsg.), *EnzEuR* Bd. 3, § 31 Rn. 22, 24 f.; *Frenz*, *Hdb. EuropaR* Bd. 5, Rn. 1272 f., 1279, 1285; *Glaser*, *Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre*, S. 357, 359 f.; differenzierend *Stelkens*, *ZEUS* 2005, 61, 66 ff., 74 ff., 80; *Rabe*, *Verwaltungsakt*, S. 114, 176 ff., 188 mit Einschränkungen.

³⁹¹ *Kotzur*, in: Geiger/Khan/Kotzur (Hrsg.), *EUV/AEUV*, Art. 288 AEUV Rn. 21; *Ehlers/Pünder*, in: dies. (Hrsg.), *Allg. VerwR*, § 5 Rn. 21; *Biervert*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), *EU-Kommentar*, Art. 288 AEUV, Rn. 35; *Glaser*, *Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre*, S. 351, 365; *Rabe*, *Verwaltungsakt*, S. 114; *Frenz*, *Handbuch Europarecht*, Band 5 *Wirkungen und Rechtsschutz*, 2010, Rn. 620, 626, 1208; *Danwitz*, *Europ. VerwR*, S. 271.

³⁹² *Biervert*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), *EU-Kommentar*, Art. 288 AEUV, Rn. 32; vgl. *Ehlers/Pünder*, in: dies. (Hrsg.), *Allg. VerwR*, § 5 Rn. 21; s.a. *Kotzur*, in: Geiger/Khan/Kotzur (Hrsg.), *EUV/AEUV*, Art. 288 AEUV Rn. 2, 21; *Stelkens*, *ZEUS* 2005, 61, 69, 85, 89; *Glaser*, *Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre*, S. 366 f.; *Lackhoff*, *Single Supervisory Mechanism - European Banking Supervision by the SSM - A Practitioner's Guide*, 2017, S. 104 Rn. 449 f., 452 f.

³⁹³ *Ohler*, *Bankenaufsicht und Geldpolitik*, § 5 Rn. 186; *Glos/Benzing*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), *Hdb. BankenaufsichtsR*, § 2 Rn. 211 ff.; i.E. auch *Lackhoff*,

EU; gleichwohl sieht Art. 9 V ESA-VO vor, dass sie Beschlüsse erlassen, wobei auch dieser nicht zwischen adressatengerichteten und -losen Beschlüssen differenziert. Der Organbegriff des Art. 288 I AEUV ist nicht deckungsgleich mit dem des Art. 13 I EUV. Art. 288 AEUV soll lediglich die Handlungsformen des Unionsrechts typisieren. Weder soll er Kompetenzen begründen noch begrenzen. Wer von den in Art. 288 AEUV genannten Handlungsformen Gebrauch machen darf, hängt nicht von dem Organstatus ab, sondern vom Vorliegen einer entsprechenden Kompetenz. Auch vertragsfremde Einrichtungen können daher auf Grundlage des Primärrechts durch Sekundärrecht mit der Befugnis ausgestattet werden, von den Handlungsformen des Art. 288 AEUV Gebrauch zu machen.³⁹⁴ Die ESA-VOen beruhen auf Art. 114 AEUV, wonach Parlament und Rat Maßnahmen zur Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten erlassen dürfen, welche die Errichtung und das Funktionieren des Binnenmarkts zum Gegenstand haben. Danach können Parlament und Rat nicht nur vertragsfremde Einrichtungen wie die ESAs schaffen, sondern in den Grenzen des Primärrechts - insbesondere der Artt. 289 ff. AEUV sowie des Demokratie- und Rechtsstaatsprinzips und des institutionellen Gleichgewichts (dazu noch im 4. Teil unter B., C., und insb. D.II.) - diese auch zur Wahl der von Art. 288 AEUV vorgesehenen Handlungsformen ermächtigen. Mithin steht auch den ESAs die Handlungsform sowohl des adressatengerichteten als auch des adressatenlosen Beschlusses zur Verfügung.³⁹⁵

SSM, S. 104 Rn. 448; vgl. auch *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1226 sowie *dies.*, ZHR 177 (2013), 862, 885 f.; s.a. *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2014, 2, 17.

³⁹⁴ *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 71 f.; *Weiß*, EuR 2016, 631, 657.

³⁹⁵ Insb. EuGH, Urt. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12 Rn. 64, 98, 105 ff., 108, 117 - ESMA; dazu und dafür: *Schröder*, in: Streinz, EUV/AEUV, Art. 114 AEUV Rn. 60 f.; *Herrnfeld*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 114 AEUV

Das Bedürfnis, administrative Rechtssetzung durch Verordnungen und Einzelfallentscheidung durch Beschlüsse auch auf Unionsebene abzugrenzen, ist damit nicht nur in Artt. 288, 289, 290 AEUV bzw. Art. 132 I AEUV angelegt, die zwischen Verordnung und Beschluss unterscheiden und die Delegation von Rechtsetzungsbefugnissen nur auf die Kommission bzw. den Verordnungserlass durch die EZB abschließend als Ausnahmen vorsehen und Gesetzgebungsakte grundsätzlich Rat und Parlament vorbehalten. Es ist auch aus Gründen der Rechtssicherheit geboten.³⁹⁶

1. Der adressatenlose Beschluss als Handlungsform nur für generelle Regelungen verwaltungsinterner Organisationsfragen

Zum Teil wird vertreten, dass mittels adressatenlosen Beschlusses nicht in individuelle Rechtspositionen eingegriffen werden könne. Sein Anwendungsbereich soll sich auf Statusfeststellungen und -

Rn. 35, 56; *Ruffert*, JuS 2014, 279, 281; *Sauer*, DÖV 2014, 549, 553 ff.; *Ohler*, JZ 2014, 249, 251 f.; von einer Befugnis der ESAs zum Erlass von Beschlüssen gehen i.E. ebenfalls aus: *Gurlit*, ZHR 177 (2013), 862, 884 f.; *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 139 ff., 257; *Manger-Nestler*, Kreditwesen, 2012, 528, 529; *Hitzer/Hauser*, BKR 2015, 52, 56; nur *Schemmel*, Europäische Finanzmarktverwaltung, 2018, S. 304 ff., 327 fasst die ESA-Beschlüsse nicht unter Art. 288 IV AEUV, sondern geht von einer Sonderdogmatik (Beschluss *sui generis*) aus.

³⁹⁶ *U. Stelkens*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs* (Hrsg.), VwVfG, EuR Rn. 173; s.a. *Geismann*, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Band 4, Art. 288 AEUV Rn. 33; *Biervert*, in: *Schwarze/Becker/Hatje/Schoo* (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV, Rn. 19; *Terhechte*, in: ders. (Hrsg.), VerwaltungsR der EU, § 7 Rn. 28; *Fuss*, NJW 1964, 945; s. speziell zur EZB-Verordnungen und -Beschlüssen *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 188.

Die Unterscheidung von administrativer Normsetzung und Einzelfallentscheidung ist nicht nur in der deutschen und unionalen, sondern auch anderen mitgliedstaatlichen Verwaltungsrechtsordnungen angelegt, s. dazu *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, vgl. S. 125 zum frz. Verwaltungsrecht, S. 153 f. zum it. Verwaltungsrecht, S. 183 f., 185 f. zum ndrl. Verwaltungsrecht, S. 208 ff. zum österr. Recht, S. 239 f. zum schw. Verwaltungsrecht, S. 262 f. zum span. Verwaltungsrecht, zusammenfassend S. 293 ff.

gestaltungen im unionsinternen Bereich beschränken. Dafür sprechen Wortlaut und Systematik von Art. 288 I, IV AEUV, die nur der Verordnung und nicht dem Beschluss eine „allgemeine Geltung [...] unmittelbar in jedem Mitgliedstaat“ beimessen. Das Fehlen dieser Formulierungen deute auf einen internen Charakter hin.³⁹⁷ Für diese Annahme mag auch sprechen, dass die zunächst ungeschriebene Handlungsform des (adressatenlosen) Beschlusses vor ihrer Kodifikation in Art. 288 IV AEUV tatsächlich vor allem für Organisationsmaßnahmen im Innenbereich der Union eingesetzt wurde.³⁹⁸ Da die zu untersuchenden Maßnahmen der Finanzaufsicht wie Produktbeschränkungen und Kapitalpufferfestlegungen individuelle Rechtspositionen von Instituten und Kunden einschränken, dürfte unter Zugrundelegung dieser Ansicht von vorneherein nur ein Handeln mittels Verordnung in Betracht kommen.

2. Der adressatenlose Beschluss als Handlungsform auch für generelle Regelungen mit Außenwirkung

Eine externe Rechtswirkungen des adressatenlosen Beschlusses ausschließende Interpretation der Tatbestandsmerkmale „allgemei-

³⁹⁷ Dafür *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 93, 194 f.; *Schroeder*, in: Streinz, EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 119 f.; *Geismann*, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Band 4, Art. 288 AEUV Rn. 61; s.a. *Frenz*, Handbuch Europarecht, Band 5 Wirkungen und Rechtsschutz, 2010, Rn. 28, 849, 858, 1359; *Bogdandy/Bast/Arndt*, ZaöRV 2002, 77, 102 f.

³⁹⁸ *Geismann*, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Band 4, Art. 288 AEUV Rn. 61; *Rabe*, Verwaltungsakt, S. 99; s.a. *Lange*, in: Leibler/Terhechte (Hrsg.), EnzEuR Bd. 3, § 31 Rn. 23; *Frenz*, Hdb. EuropaR Bd. 5, Rn. 1359, 1399; *Bast*, in: Bogdandy/Bast (Hrsg.), Europ. VerfassungsR, 2. Aufl., S. 515; s.a. *Bogdandy/Bast/Arndt*, ZaöRV 2002, 77, 100 ff.; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 365; ausführlich und differenziert zum Beschluss als bereits vor seiner Kodifizierung ungeschriebenen unionalen Handlungsform, *Bast*, Grundbegriffe der Handlungsformen der EU, 2006, S. 108 ff., 128 f., 131, 132 ff., 179 ff., 212 ff., 226 f., 242 f., 278 ff.

ne Geltung ... unmittelbar in jedem Mitgliedstaat“ ist allerdings nicht zwingend. Das Tatbestandsmerkmal „*unmittelbar* in jedem Mitgliedstaat“ in Art. 288 II AEUV drückt nicht die Fähigkeit der Verordnung aus, im Unterschied zum Beschluss unmittelbar externe Rechtswirkungen zu erzeugen, sondern dient der Unterscheidung zur Richtlinie, ohne dass deren externe Rechtswirkung in Frage gestellt würde. Es bringt lediglich zum Ausdruck, dass die Geltung einer Richtlinie in einem Mitgliedstaat anders als die einer Verordnung (und im Übrigen auch eines Beschlusses) eines Umsetzungsaktes bedarf.³⁹⁹

Das Tatbestandsmerkmal „in jedem Mitgliedstaat“ eignet sich zwar auch als Unterscheidungsmerkmal von Verordnung und Beschluss. Es betrifft tatsächlich den Geltungsbereich, den eine Verordnung beansprucht. Es ist aber ebenfalls nicht dahin zu verstehen, dass es exklusiv die Außenwirkung der Verordnung festschreibt. Dies müsste sonst konsequenterweise gleichermaßen auch im Verhältnis zum adressatengerichteten Beschluss gelten, da Art. 288 IV AEUV für diesen auch nicht etwa die Formulierung „Geltung ... im Mitgliedstaat“ verwendet. Die Formulierung „allgemeine Geltung ... *in jedem* Mitgliedstaat“ bringt vielmehr zum Ausdruck, dass Verordnungen grundsätzlich *in allen* und nicht nur einzelnen Mitgliedstaaten und jeweils *im gesamten* Mitgliedstaat gelten.⁴⁰⁰ Demgegen-

³⁹⁹ Insb. Glaser, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 342, 355 f., 367; vgl. auch Ruffert, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 AEUV Rn. 21, 24; Kotzur, in: Geiger/Khan/Kotzur (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 AEUV Rn. 8, 11; Biervert, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV Rn. 21; König/Kleinlein, in: Schulze/Janssen/Kadelbach (Hrsg.), Europarecht, 4. Aufl. 2020, § 2 Rn. 41.

⁴⁰⁰ Vgl. Ruffert, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 AEUV Rn. 23; Biervert, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV Rn. 22; s.a. Bast, Grundbegriffe der Handlungsformen der EU, S. 198; Geismann, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Art. 288 AEUV Rn. 37; Schroeder, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 AEUV Rn. 42; Nettesheim, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 99.

über deutet die pauschale Formulierung „verbindlich“ in Art. 288 IV 1 AEUV, die auf den Zusatz „in jedem Mitgliedstaat“ verzichtet, darauf hin, dass der Beschluss auch nur für bestimmte Mitgliedstaaten, nur für bestimmte Personen oder einen offen oder geschlossenen Personenkreis in einem oder mehreren Mitgliedstaaten sowie bloß für Unionseinrichtungen Verbindlichkeit beanspruchen kann.⁴⁰¹ Auch mit Blick auf die Verbindlichkeit eines Beschlusses sieht Art. 288 IV 1 AEUV keinerlei Differenzierung zwischen adressatengerichtetem und adressatenlosem Beschluss nach externer und nur interner Verbindlichkeit vor.⁴⁰² Die einheitliche Terminologie des Art. 288 IV 1 AEUV, der begrifflich schon gar nicht ausdrücklich zwischen adressatengerichtet und adressatenlos und erst recht nicht zwischen Innen- und Außenrecht unterscheidet, spricht zusammen mit dem Umstand, dass die Möglichkeit, außenwirksame adressatengerichtete Beschlüsse zu erlassen, nicht in Zweifel steht, deutlich für die Anerkennung auch adressatenloser Beschlüsse mit Außenwirkung.⁴⁰³

Dass adressatenlose Beschlüsse im Außenverhältnis Verbindlichkeit erlangen können sollen, findet zudem eine Bestätigung in dem ausdrücklich angeordneten Erfordernis ihrer Veröffentlichung im Amtsblatt der EU nach Art. 297 II UA 2 AEUV, was für die vormaligen auf den Innenbereich der EU beschränkten Beschlüsse gerade in Ermangelung ihrer Außenwirkung nicht verlangt wurde.⁴⁰⁴

⁴⁰¹ Vgl. i.E. für diese Vielgestaltigkeit denkbarer Adressaten des Beschlusses *Biervert*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV Rn. 32 f., 35.

⁴⁰² Vgl. *Frenz*, Hdb. EuropaR Bd. 5, Rn. 1401, 1403, 1405; s.a. *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 351, 370.

⁴⁰³ i.E. auch *Gundel*, in: Pechstein/Nowak/Häde (Hrsg.), Frankfurter Kommentar EUV GRC AEUV, Bd. IV, 2. Aufl. 2023, Art. 288 AEUV Rn. 96.

⁴⁰⁴ *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 367; *Frenz*, Hdb. EuropaR Bd. 5, Rn. 1216, 1454; vgl. auch *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, EuR Rn. 78; s. zur fehlenden Veröffentlichungs-

Damit können adressatenlose Beschlüsse zwar auch nur mit Wirkung für den unionsinternen Bereich ergehen, ihr Anwendungsbereich ist aber nicht auf den EU-Binnenbereich beschränkt. Vielmehr erkennt das Unionsrecht mit Art. 288 IV AEUV auch adressatenlose Beschlüsse an, die sowohl allgemein gelten als auch Außenwirkung haben.⁴⁰⁵

3. Zwischenergebnis: Der adressatenlose Beschluss als der Allgemeinverfügung entsprechende Handlungsform

Mit dem adressatenlosen Beschluss hat sich somit eine außenwirksame Handlungsform der EU-Eigenverwaltung herausgebildet, die sich im Grenzbereich zwischen Einzelakt und Rechtssatz bewegt und damit der deutschen Allgemeinverfügung oder auch dem französischen *acte administrative unilatéral d'espèce* vergleichbar ist.⁴⁰⁶

pfligt beim vormaligen Beschluss auch *Bast*, in: Bogdandy/Bast (Hrsg.), Europ. VerfassungsR, 2. Aufl., S. 538 f.; differenziert *ders.*, Grundbegriffe der Handlungsformen der EU, S. 335 ff., 434.

⁴⁰⁵ *König/Kleinlein*, in: Schulze/Janssen/Kadelbach (Hrsg.), Europarecht, § 2 Rn. 72; vgl. auch *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, EuR Rn. 78; s.a. *Gundel*, in: Pechstein/Nowak/Häde (Hrsg.), Frankfurter Kommentar, Bd. IV, Art. 288 AEUV Rn. 94 f., 96; *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1226; *Manger-Nestler*, GPR 2014, 141, 142; s.a. *Frenz*, Hdb. EuropaR Bd. 5, Rn. 1216, 1401, 1405, 1407, der zwar davon ausging, dass adressatenlose Beschlüsse typischerweise nicht auf unmittelbare Außenwirkung gerichtet sind, diese Möglichkeit aber anerkennt; differenzierend *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 367 f., der davon ausgeht, dass adressatenunabhängige Beschlüsse auf einen Durchführungsakt angewiesen sind, um externe Rechtswirkungen zu erzeugen.

⁴⁰⁶ *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 354, EuR Rn. 78; *Kotzur*, in: Geiger/Khan/Kotzur (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 AEUV Rn. 2; s.a. *Biervert*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV, Rn. 32; *Frenz*, Hdb. EuropaR, Bd. 5 Rn. 1401, 1407; differenziert *Stelkens*, ZEUS 2005, 61, 80 ff., 90; s.a. allerdings mit Zweifel *Rabe*, Verwaltungsakt, S. 115 f., 179; zum *acte administrative unilatéral* bzw. *décision d'espèce* *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 125, kritisch zur Einordnung des adressatenlosen Beschlusses S. 371 f.

II. Formelle oder materielle Abgrenzung

Im Unionsrecht hat sich trotz der mit ihr verbundenen praktischen Abgrenzungsschwierigkeiten die materielle gegenüber der formellen Abgrenzung der Handlungsformen durchgesetzt (vgl. dazu auch schon oben A.II.). Denn obgleich formale Kriterien eine eindeutigere Abgrenzung erlauben, wurde die mit ihr verbundene Gefahr erkannt, dass durch die bloß äußere Einkleidung einer Maßnahme in eine bestimmte Handlungsform, die den materiell-inhaltlichen Charakteristika der Maßnahme nicht entspricht, Gültigkeitsanforderungen und Kontrollmöglichkeiten umgangen werden könnten (vgl. hierzu noch im 4. Teil unter E.II.2., III.2. und F.III.).⁴⁰⁷ Für die Zuordnung einer Maßnahme zu den Handlungsformen kommt es daher nicht auf die Bezeichnung an, sondern auf den Inhalt der Maßnahme. Der Bezeichnung kommt allenfalls eine indizielle Bedeutung zu.⁴⁰⁸ Auch für die Abgrenzung unionsrechtlicher Handlungsformen sollen daher nachfolgend nur materielle Kriterien interessieren.

Der Allgemeinverfügung und dem *acte administrative unilatéral d'espèce* vergleichbare Handlungsformen, die sich zwischen konkret-individueller Einzelfallentscheidung und abstrakt-genereller Normsetzung bewegen, sind auch anderen mitgliedstaatlichen Verwaltungsrechtsordnungen bekannt, s. *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 155 zum it. Verwaltungsrecht, S. 184 zum ndrl. Verwaltungsrecht, S. 239 zum schw. Verwaltungsrecht, S. 262 f. zum span. Verwaltungsrecht, zusammenfassend S. 295.

⁴⁰⁷ EuG, Urt. v. 04.03.2015 - T-496/11 - Rn. 30; EuGH, Urt. v. 17.07.2008, Rs. C-521/06 P, Slg. I-5829 Rn. 42, 45; EuGH, Urt. v. 18.11.2010, Rs. C-322/09 P, Slg. 2010, I-11911 Rn. 46; *Bast*, in: Bogdandy/Bast (Hrsg.), Europ. VerfassungsR, 2. Aufl., S. 523; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 437; kritisch mit Blick auf praktische Schwierigkeiten der materiellen Abgrenzung *Dickschen*, Empfehlungen und Leitlinien als Handlungsformen der Europäischen Finanzaufsichtsbehörden, S. 78; kritisch mit Blick auf die Entkopplung von äußerer Form und Rechtsschutz im EG-Recht *Bast*, Grundbegriffe der Handlungsformen der EU, S. 67 ff.

⁴⁰⁸ EuGH, Urt. v. 18.11.2010, Rs. C-322/09 P, Slg. 2010, I-11911 Rn. 46 f.; EuGH, Urt. v. 17.07.2008, Rs. C-521/06 P, Slg. I-5829 Rn. 42 f.; *Biervert*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV, Rn. 17; *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 79,

III. Kriterien zur materiellen Abgrenzung des adressatenlosen Beschlusses von der abstrakt-generellen Rechtsnorm

Allgemein kommen auch im Unionsrecht zur Bestimmung der materiellen Rechtsnatur einer Maßnahme und ihrer Zuordnung zu einer Handlungsform die Offenheit bzw. Geschlossenheit der Zahl der Adressaten (Individualität) sowie der zu regelnden Fälle (Konkrettheit) in Betracht.⁴⁰⁹

1. Rückschau: Individualität als alleiniges Kriterium zur Abgrenzung der Entscheidung von der Verordnung

Eine Verordnung zeichnet sich dadurch aus, dass sie ihre Adressaten nur generell umschreibt. Ihr Adressatenkreis ist offen, d.h. er ist nicht auf eine zahlenmäßig bestimmte Gruppe von Personen beschränkt, sondern erfasst potenziell unbestimmt viele Personen. Als Verordnung sind danach auch solche Maßnahmen zu qualifizieren, die zwar mit Blick auf einen bestimmbaren oder gar feststehenden Personenkreis erlassen werden, aufgrund der nur generellen Umschreibung ihres Adressatenkreises in der Zukunft potenziell aber auch weitere Personen erfassen können.⁴¹⁰

85; vgl. auch *Schroeder*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 9; *Kotzur*, in: Geiger/Khan/Kotzur (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 AEUV Rn. 27; *Frenz*, Handbuch Europarecht, Band 5 Wirkungen und Rechtsschutz, 2010, Rn. 807 f.; *Oppermann/Classen/Nettesheim*, Europarecht, 9. Aufl. 2021, § 9 Rn. 69; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 438; wohl a.A. *Ruffert*, in: Calliess/Ruffert, EUV/AEUV, Art. 288 AEUV Rn. 91.

⁴⁰⁹ *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 87; s.a. *Fuss*, NJW 1964, 945, 947.

⁴¹⁰ S. etwa EuGH, Urt. v. 18.05.1994, C-309/89, Slg. 1994, I-01853 Rn. 18; *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 90 auch m.w.N. aus der Rspr.; s.a. *Schroeder*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 40; *Geismann*, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Band 4, Art. 288 AEUV Rn. 33; *Biervert*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.),

Es wird vertreten, dass es demgegenüber für die Qualifikation als Verordnung nicht darauf ankommt, ob die Regelung der Maßnahme abstrakt ist.⁴¹¹ Mit Blick auf den adressatengerichteten Beschluss ergeben sich insoweit auch keine Abgrenzungsschwierigkeiten. Er kann wie bereits seine Vorgängerin die Entscheidung (Art. 249 EGV, Art. 161 IV EAGV, Art. 189 IV EWGV) allein nach dem Adressatenkreis von der Verordnung abgegrenzt werden. Denn der adressatengerichtete Beschluss richtet sich wie zuvor die Entscheidung gerade an individuell bestimmte Adressaten und weist damit notwendigerweise einen geschlossenen Adressatenkreis auf, der künftig nicht erweitert werden kann. Dazu ist es notwendig, aber auch ausreichend, dass die Personen, die von der Maßnahme tatsächlich betroffen werden, dadurch abschließend individualisiert werden können, dass sie sich anhand allgemeiner Merkmale von dem Kreis aller potenziell Betroffenen abheben. Ist dies der Fall, handelt es sich allein schon wegen der nur individuellen Geltung um einen Beschluss und nicht um eine Verordnung.⁴¹²

EU-Kommentar, Art. 288 AEUV, Rn. 19; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 341; *Rabe*, Verwaltungsakt, S. 115.

⁴¹¹ *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 92.

⁴¹² *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 91, 92, 175; *Biervert*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV, Rn. 19, 33; vgl. auch *Schroeder*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 40; s.a. *Geismann*, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Band 4, Art. 288 AEUV Rn. 57, 59; *Rabe*, Verwaltungsakt, S. 114 f.; *Frenz*, Handbuch Europarecht, Band 5 Wirkungen und Rechtsschutz, 2010, Rn. 846, 856 f., 1285, 1295 ff.

Bereits zur Entscheidung: *Schwarze*, Europäisches Verwaltungsrecht, 2. Aufl. 2005, S. 935 f., 938 f. m.N. aus der Rspr. des EuGHs; s.a. *Terhechte*, in: ders. (Hrsg.), Verwaltungsrecht der Europäischen Union, 2. Aufl. 2021, § 7 Rn. 28; *Stelkens*, ZEUS 2005, 61, 66 f., 69; *Danwitz*, Europ. VerwR, S. 177, 239 f., 241 f.; *Laubinger*, Das „Endviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 323 m.w.N.; *Mager* EuR 2001, 661, 663; *Fuss*, NJW 1964, 945, 950; s.a. EuGH, Urt. 13.03.2008, Rs. C-125/06, Slg. 2008, I-1451 Rn. 71.

Schwierigkeiten ergeben sich allerdings mit Blick auf den adressatenlosen Beschluss, der in seinen Wirkungen über den adressatengerichteten Beschluss und die vormalige Entscheidung hinausgeht. Denn er kann im Gegensatz zu diesen wie eine Verordnung an eine nicht abschließend bestimmte Vielzahl von Personen adressiert werden. Verordnung und adressatenloser Beschluss lassen sich daher nicht allein anhand der Individualität der Maßnahme abgrenzen.⁴¹³

2. Konkretetheit von Regelungsgegenstand und -anlass als weitere Abgrenzungskriterien

Da Art. 288 I, IV AEUV und auch Art. 132 I AEUV Verordnung und Beschluss unterschieden wissen wollen, bedarf es mithin weiterer Kriterien zur Abgrenzung der beiden Handlungsformen. Sieht man wie vorgeschlagen den Anwendungsbereich des adressatenlosen Beschlusses nicht auf unionsinterne Maßnahmen beschränkt, scheidet der Anwendungsbereich als Abgrenzungskriterium aus.⁴¹⁴ Verbindliche Maßnahmen - wie Verordnung und Beschluss - zeichnen sich nun aber auch im Unionsrecht nicht nur dadurch aus, dass sie für ihre - bestimmten oder unbestimmten - Adressaten Geltung beanspruchen, sondern gerade auch durch die Regelung, die sie für diese treffen. Es bietet sich daher an, für die von Art. 288 I, IV AEUV vorgesehene Unterscheidung neben der Individualität des Adressa-

⁴¹³ Kotzur, in: Geiger/Khan/Kotzur (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 AEUV Rn. 24; *Terhechte*, in: ders. (Hrsg.), VerwaltungsR der EU, § 7 Rn. 28; s.a. *Biervert*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV Rn. 2, 19; *Stelkens*, ZEUS 2005, 61, 69, 89 f.; s.a. *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 366 f., 370.

⁴¹⁴ A.A.: *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 195; *Geismann*, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Band 4, Art. 288 AEUV Rn. 61; differenzierter *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 367 f.

tenkreises einer Maßnahme auch den Wirkungsmodus ihrer Regelung - abstrakt oder konkret - als Abgrenzungskriterium heranzuziehen.⁴¹⁵ Im Handlungsformenkanon des Art. 288 AEUV ist dann der Verordnung die Rolle einer abstrakt-generellen Maßnahme zuzuweisen, die sich nicht nur durch einen bloß allgemein umschriebenen offenen Adressatenkreis auszeichnet, sondern auch dadurch, dass sie einen objektiv umschriebenen Sachverhalt regelt, so dass die Regelung unbestimmt viele Anwendungsfälle umfasst.⁴¹⁶ Dem Beschluss kann dann aber nicht gleichfalls ein abstrakt-genereller, sondern nur ein konkret-individueller bzw. abstrakt-individueller - dann adressatengerichtet - oder konkret-genereller Wirkungsmodus - dann adressatenlos - zukommen,⁴¹⁷ andernfalls wäre eine

⁴¹⁵ S. bereits die rechtstheoretischen Überlegungen zur Abgrenzung von Entscheidung und Verordnung bei *Fuss*, NJW 1964, 945, 946; s.a. *Schroeder*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 124; vgl. auch *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 188.

Zur Abgrenzung von administrativer Normsetzung und Einzelfallentscheidung stellt nicht etwa nur die deutsche Verwaltungsrechtswissenschaft auf die Konkretheit der Regelung ab, sondern ebenso andere mitgliedstaatliche Verwaltungsrechtsordnungen, s. dazu *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, vgl. S. 125 zum frz. Verwaltungsrecht, S. 154 f. zum it. Verwaltungsrecht, S. 183 f. zum ndrl. Verwaltungsrecht, S. 263 f. zum span. Verwaltungsrecht, zusammenfassend S. 295 f.; vgl. auch EuGH, Urt. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12 Rn. 64 - ESMA, der neben der allgemeinen Geltung eines Leerverkaufsverbotes der ESMA für jede Person, die eine bestimmte finanzielle Transaktion tätigen will, auf die Geltung „in eng umgrenzten Fällen“ abstellt.

⁴¹⁶ Vgl. *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 340 f.; *Schroeder*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 39; vgl. auch *Biervert*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV, Rn. 19; s.a. *Frenz*, Handbuch Europarecht, Band 5 Wirkungen und Rechtsschutz, 2010, Rn. 834, 838, 840; i.E. auch *Oppermann/Classen/Nettesheim*, Europarecht, § 9 Rn. 72, 75; vgl. für Verordnungen der EZB *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 185.

⁴¹⁷ Vgl. *Schroeder*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 8, 39 f.; *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 188; s.a. *Härtel*, Handbuch Europäische Rechtsetzung, 2006, § 7 Rn. 30; *Manger-Nestler*, GPR 2014, 141, 142; s.a. *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 357, 366 f., der zumindest die Möglichkeit einzelfallbezogener Regelungen durch adressatenlosen Beschluss sieht, ohne allerdings die Fähigkeit, abstrakt-generelle Regelung zu

Grenzziehung zwischen beiden Handlungsformen unmöglich.⁴¹⁸ Die Abgrenzung von Verordnung und Beschluss hat sich danach wie die von Allgemeinverfügung und Rechtsverordnung entlang der Skalen von Individualität und Generalität sowie Konkretheit und Abstraktheit zu vollziehen und stellt sich daher als ebenso schwierige Herausforderung dar.⁴¹⁹ Dafür, dass auch der Unionsgesetzgeber von einer differenzierteren Unterscheidung als der bloß binären Unterscheidung individuell oder generell ausgeht, spricht auch Art. 263 IV AEUV (dazu noch im 4. Teil unter F.III.2.). Dieser differenziert nämlich nicht nur zwischen individuellen Maßnahmen, die sich an bestimmte Personen richten (Alt. 1) und generellen Maßnahmen, die Verordnungscharakter haben (Alt. 3). Er kennt auch Maßnahmen, die weder an bestimmte Personen gerichtet sind noch Verordnungscharakter haben, sondern Personen individuell betreffen (Alt. 2).

3. Systematisierung der Abgrenzungskriterien

a. Individualisierung des Adressatenkreises

Adressat im materiellen Sinn ist jeder, dessen rechtliche Belange - insbesondere durch Begründung von Rechten oder Pflichten - aktu-

treffen, auszuschließen; vgl. auch die rechtstheoretischen Erwägungen zu Entscheidung und Verordnung bei *Fuss*, NJW 1964, 945, 947 f.

⁴¹⁸ Vgl. *Ohler*, JZ 2014, 249, 251; *ders.*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 188; vgl. auch *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1226; vgl. auch *Rabe*, Verwaltungsakt, S. 179, 211; s.a. *Frenz*, Handbuch Europarecht, Band 5 Wirkungen und Rechtsschutz, 2010, Rn. 840, 849, 1406; s.a. *Biervert*, in: *Schwarze/Becker/Hatje/Schoo* (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV, Rn. 19, 32; *König/Kleinlein*, in: *Schulze/Janssen/Kadelbach* (Hrsg.), Europarecht, § 2 Rn. 73; wohl a.A. *Lange*, in: *Leible/Terhechte* (Hrsg.), EnzEuR Bd. 3, § 31 Rn. 26.

⁴¹⁹ Vgl. *Härtel*, Hdb. Europ. Rechtsetzung, § 7 Rn. 30; vgl. auch *Fuss*, NJW 1964, 945, 948; kritisch *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 372.

ell oder potenziell geregelt werden.⁴²⁰ Individuell ist der Adressatenkreis, wenn er geschlossen ist, d.h., wenn bei Erlass der Maßnahme bereits alle Personen ermittelt werden können, für die Rechte oder Pflichten entstehen. Generell ist der Adressatenkreis demgegenüber, wenn er offen ist, wenn also auch nach Erlass der Maßnahme laufend für weitere Personen Rechte oder Pflichten entstehen können.⁴²¹ Geschlossen ist der Adressatenkreis danach, wenn alle Adressaten abschließend namentlich bezeichnet werden oder die Maßnahme jedenfalls allen, für die Rechte oder Pflichten entstehen sollen, individuell bekanntgegeben wird.⁴²² Wird eine Maßnahme demgegenüber bloß allgemein veröffentlicht, deutet dies auf einen offenen Adressatenkreis hin. Für die Geschlossenheit des Adressatenkreises genügt es aber auch, dass alle, deren rechtliche Belange geregelt werden sollen, anhand einer allgemeinen Umschreibung abschließend individualisiert werden können.⁴²³ Wird der Adressatenkreis hingegen so umschrieben, dass er nach dem Erlasszeitpunkt der Maßnahme einer Erweiterung zugänglich ist, so ist er offen und die Maßnahme generell.

⁴²⁰ Formeller Adressat ist demgegenüber nur, wer von einer Maßnahme ausdrücklich als solcher bezeichnet wird; zu den Adressatenbegriffen *Bast*, Grundbegriffe der Handlungsformen der EU, S. 196; s.a. *Fuss*, NJW 1964, 945, 946; vgl. auch *Dickschen*, Empfehlungen und Leitlinien, S. 83.

⁴²¹ Vgl. *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 90; *Biervert*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV, Rn. 19; vgl. so zur Entscheidung *Fuss*, NJW 1964, 945, 947 ff.

⁴²² Vgl. *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 180; *Geismann*, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Band 4, Art. 288 AEUV Rn. 57; vgl. so zur Entscheidung *Fuss*, NJW 1964, 945, 949.

⁴²³ *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 175, 180; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 357; *Biervert*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV, Rn. 33; s.a. *Geismann*, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Band 4, Art. 288 AEUV Rn. 59; *Frenz*, Handbuch Europarecht, Band 5 Wirkungen und Rechtsschutz, 2010, Rn. 1285; vgl. so zur Entscheidung *Fuss*, NJW 1964, 945, 949 f.

Beim adressatenlosen Beschluss, der im Unterschied zum adressatengerichteten wie eine Verordnung einen offenen Adressatenkreis haben kann, ist eine Abgrenzung von Beschluss und Verordnung allein anhand der Offenheit bzw. Geschlossenheit des Adressatenkreises nicht mehr möglich. Daher wird hier vorgeschlagen, zusätzlich zu berücksichtigen, wie präzise und differenziert der Adressatenkreis beschrieben ist. Einer möglichst präzisen und differenzierten Umschreibung kann eine jedenfalls eingeschränkte individualisierende Wirkung beigemessen werden, die in einer Gesamtbetrachtung für die Qualifikation als Einzelakt streitet. Je präziser und differenzierter der Adressatenkreis eingegrenzt wird, desto individueller ist die Maßnahme und vice versa.

b. Konkretigkeit der Regelung

Ist der Adressatenkreis nicht geschlossen, kann und muss zur Abgrenzung des adressatenlosen Beschlusses von der Rechtsnorm allerdings zusätzlich auf den Wirkungsmodus der Regelung abgestellt werden. Während sich eine Verordnung nicht nur durch einen generellen Adressatenkreis, sondern auch durch eine abstrakte Regelung auszeichnet, muss ein adressatenloser Beschluss jedenfalls eine konkrete Regelung treffen.

Eine Maßnahme entfaltet eine abstrakte Regelungswirkung und ist, wenn sie einen offenen Adressatenkreis hat, daher als Verordnung zu qualifizieren, wenn sie die Sachverhalte, auf die sie anwendbar sein soll, bloß objektiv umschreibt, so dass sie eine unbegrenzte Zahl künftiger potenzieller Fälle erfasst.⁴²⁴ Eine Maßnahme

⁴²⁴ Vgl. *Schroeder*, in: Streinz, EUV/AEUV, Art. 288, Rn. 39, 124; *Frenz*, Handbuch Europarecht, Band 5 Wirkungen und Rechtsschutz, 2010, Rn. 845 f.; *Geismann*, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Band 4, Art. 288 AEUV Rn. 33; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre,

entfaltet demgegenüber eine konkrete Regelungswirkung und ist damit als Beschluss zu qualifizieren, wenn sie nur auf sachlich, zeitlich und räumlich bestimmte Einzelfälle anwendbar sein soll, so dass die Anzahl der Fälle, welche die Maßnahme erfasst, bei ihrem Erlass begrenzt ist.⁴²⁵

Art. 288 IV AEUV enthält anders als § 35 VwVfG keine umfassende Legaldefinition des (adressatenlosen) Beschlusses. Er trifft keine Aussage, was der Regelungsgegenstand eines Beschlusses ist. Er sieht aber jedenfalls vor, dass sich ein Beschluss durch Verbindlichkeit auszeichnet. Verbindlich ist eine unionsrechtliche Maßnahme, die darauf gerichtet und dazu geeignet ist, Rechtswirkungen hervorzurufen, indem sie Rechte und Pflichten festsetzt.⁴²⁶ Der Regelungsgegenstand eines für Unionsbürger verbindlichen Beschlusses ist damit ebenfalls in dem ge- oder verbotenen Verhalten zu sehen (vgl. zur Allgemeinverfügung oben A.III.2.a.).

Stellt man zur Bestimmung der Konkretheit auf den Regelungsgegenstand ab und sieht diesen im geregelten Verhalten, ist eine Maßnahme konkret, wenn der Adressatenkreis geschlossen ist. Dann regelt die Maßnahme nämlich das Verhalten einer feststehenden Zahl von Personen und damit eine bestimmte Zahl von Verhalten. Der Regelungsgegenstand ist geschlossen und damit konkret. Ist der Adressatenkreis offen, so regelt die Maßnahme das

S. 341; vgl. auch die rechtstheoretischen Erwägungen zu Entscheidung und Verordnung bei *Fuss*, NJW 1964, 945, 946 ff.

⁴²⁵ Vgl. *Schroeder*, in: Streinz, EUV/AEU, Art. 288, Rn. 124; *Frenz*, Handbuch Europarecht, Band 5 Wirkungen und Rechtsschutz, 2010, Rn. 845 f.; *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 188; s.a. *Rabe*, Verwaltungsakt, S. 114, 179; vgl. auch *Mager* EuR 2001, 661, 671 allerdings zur staatsgerichteten Entscheidung; vgl. auch die rechtstheoretischen Erwägungen zu Rechtssatz und Einzelakt bei *Fuss*, NJW 1964, 945, 947.

⁴²⁶ *Schroeder*, in: Streinz, EUV/AEU, Art. 288, Rn. 125; *Rabe*, Verwaltungsakt, S. 116; s.a. *Ehlers/Pünder*, in: dies. (Hrsg.), Allg. VerwR, § 5 Rn. 22; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 355; vgl. auch *Fuss*, NJW 1964, 945, 946.

Verhalten einer unbestimmten Vielzahl von Personen und damit eine unbestimmte Vielzahl von Verhalten. Der Regelungsgegenstand ist offen und somit abstrakt. Damit korrespondieren wie bei der Allgemeinverfügung - mit Ausnahme der seltenen Konstellation eines Gesamtverhaltens (vgl. dazu oben A.III.2.a.cc.) - Individualität des Adressatenkreises und Konkretheit des Regelungsgegenstandes (vgl. auch schon oben A.III.3.).

Wegen der Konnexität von Individualität des Adressatenkreises und Konkretheit des Regelungsgegenstandes ermöglicht die Bestimmung der Konkretheit einer Maßnahme allein anhand des Regelungsgegenstands wie die Offenheit bzw. Geschlossenheit des Adressatenkreises nur sehr eingeschränkt die Abgrenzung von adressatenlosem Beschluss und Verordnung. Um die Handlungsformen Beschluss und Verordnung anhand ihrer charakteristischen Wirkungsmodi im Koordinatensystem von konkret-individuell bis abstrakt-generell gleichwohl möglichst überschneidungsfrei voneinander abgrenzen zu können, wird hier daher vorgeschlagen, zusätzlich einer möglichst differenzierten und präzisen Umschreibung des geregelten Verhaltens eine zumindest eingeschränkte Konkretisierungswirkung beizumessen. Je präziser und differenzierter das geregelte Verhalten umschrieben ist, desto konkreter ist die Maßnahme und vice versa.

Zudem sollte auch im Unionsrecht für die Konkretheit der Maßnahme neben dem Regelungsgegenstand auf den Regelungsanlass abgestellt werden (vgl. ausführlicher zur Allgemeinverfügung oben A.III.2.b.). Besteht der Regelungsanlass in einem singulären, räumlich, örtlich und gegenständlich bestimmten realen Ereignis - etwa einer konkreten Gefahr - spricht dies für die Qualifikation der Maß-

nahme als Einzelakt.⁴²⁷ Besteht er hingegen in einem bloß allgemein umschriebenen gedachten Fall - also z.B. einer nur abstrakten Gefahr -, der eine Vielzahl vergleichbare, sich im Einzelnen aber unterscheidende reale Vorgänge erfassen kann, spricht dies für die Annahme einer Rechtsnorm. Als Indizien für die Annahme eines räumlich und zeitlich bestimmten realen Vorgangs als Regelungsanlass kann eine Beschränkung des Geltungsbereichs und der Geltungsdauer der Maßnahme herangezogen werden. Für die Konkretheit der Maßnahme spricht insbesondere eine Geltungsdauer, die hinter der Rechtsbehelfsfrist zurückbleibt, wohingegen eine längere Geltungsdauer für eine Qualifikation als Rechtsnorm spricht (vgl. ausführlicher zur Allgemeinverfügung oben A.III.2.c.bb.). Geltungsbereich und -dauer lassen allerdings keinen zwingenden Schluss auf den Einzelaktscharakter einer Maßnahme zu, da auch eine Verordnung durchaus einen räumlich und zeitlich begrenzten Anwendungsbereich haben kann.⁴²⁸

4. Zwischenergebnis: Abgrenzungssystematik

Auch zwischen den unionsrechtlichen Handlungsformen Verordnung und adressatenlosem Beschluss kann keine eindeutige Grenze gezogen werden. Der Übergang vom Beschluss zur Verordnung ist auf den Skalen von individuell bis generell und konkret bis abstrakt vielmehr graduell, so dass die Abgrenzung der beiden Handlungs-

⁴²⁷ Vgl. die rechtstheoretischen Erwägungen zur Abgrenzung von Entscheidung und Verordnung im EG-Recht bei *Fuss*, NJW 1964, 945, 946 f.; vgl. auch *Stelkens*, ZEUS 2005, 61, 90.

⁴²⁸ *Ruffert*, in: *Calliess/Ruffert* (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 18; *Biervert*, in: *Schwarze/Becker/Hatje/Schoo* (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV, Rn. 19; *Geismann*, in: *von der Groeben/Schwarze/Hatje* (Hrsg.), Europ. UnionsR, Band 4, Art. 288 AEUV Rn. 33; vgl. auch die rechtstheoretischen Erwägungen zur Abgrenzung von Entscheidung und Verordnung im EG-Recht bei *Fuss*, NJW 1964, 945, 947.

formen eine Gesamtbetrachtung individualisierender und konkretisierender Abgrenzungskriterien verlangt.⁴²⁹ Um eine möglichst eindeutige Abgrenzung und damit Rechtssicherheit zu gewährleisten, wird für die Abgrenzung des Beschlusses von der Verordnung eine systematisierte Gesamtbetrachtung anhand der gefundenen Abgrenzungskriterien vorgeschlagen (vgl. oben zur Allgemeinverfügung Abb. 1, A.III.4.):

In einem ersten Schritt ist zu fragen, ob der Adressatenkreis feststeht, da es sich damit nur um einen - dann sogar adressatengerichteten - Beschluss handeln kann (hierzu B.III.1. und 3.a.): Dies ist eindeutig der Fall, wenn alle Adressaten namentlich benannt werden (vgl. 1.a. Abb. 1) oder die Maßnahme jedenfalls allen Adressaten individuell bekanntgegeben wird (vgl. 1.b. Abb. 1). Ist dies nicht der Fall, so kommt es entscheidend darauf an, ob der Adressatenkreis anhand bestimmter Merkmale so umschrieben ist, dass er über den Erlasszeitpunkt der Maßnahme hinaus keine Erweiterung erfahren kann (vgl. 1.c. Abb. 1). Bestehen hinsichtlich der Geschlossenheit Zweifel, kann jedenfalls berücksichtigt werden, wie präzise und differenziert der Adressatenkreis umschrieben ist. Es ist dann aber in jedem Fall in einem zweiten Schritt der Grad der Konkretheit der Maßnahme zu bestimmen (hierzu B.III.2.). Da die Konkretheit des Regelungsgegenstandes (B.III.3.b.) abgesehen von dem seltenen Fall des Gesamtverhaltens mit der Geschlossenheit des Adressatenkreises korrespondiert, können insoweit als lediglich eingeschränkt konkretisierende Aspekte eine möglichst präzise und differenzierte Umschreibung des geregelten Verhaltens Berücksichtigung finden (vgl. 2.a. Abb. 1). Hinsichtlich des im Weiteren heranzuziehenden Abgrenzungskriteriums des Regelungsanlasses (B.III.3.b.) können als

⁴²⁹ *Wißmann*, in: Leible/Terhechte (Hrsg.), *EnzEuR* Bd. 3, § 31 Rn. 4; *Rabe*, *Verwaltungsakt*, S. 211.

Indizien für eine konkrete Maßnahme sodann eine zeitliche und/oder räumliche Beschränkung des Geltungsbereichs bemüht werden; entscheidend kommt es dann aber darauf an, ob die Maßnahme anlässlich eines konkreten, d.h. räumlich, zeitlich und sachlich klar umgrenzten singulären Ereignisses oder anlässlich eines abstrakten, d.h. nur gedachten, allgemein umschriebenen Falls erfolgt (vgl. 2.b. Abb. 1).

IV. Einordnung der ausgewählten Aufsichtsbefugnisse der ESAs und der EZB unter Berücksichtigung ausgewählter Anwendungsbeispiele

Im Folgenden werden die ausgewählten Aufsichtsbefugnisse der europäischen Aufsichtsbehörden - der ESAs und EZB (s. im 1. Teil unter C.I.) - mit Blick auf ihren Inhalt und die von ihnen bezweckten Wirkungen unter Berücksichtigung der wenigen vorhandenen praktischen Anwendungsbeispiele anhand des entwickelten Abgrenzungskonzepts zwischen Einzelakt und Rechtssatz eingeordnet.

1. Leerverkaufsverbotsbefugnis der ESMA: Gesetzgeberische Vorgaben für Individualität und Konkretheit

Nach Art. 28 I lit. b), II LeerverkaufsVO i.V.m. Art. 9 V ESMA-VO steht der ESMA - subsidiär - eine ähnliche Befugnis wie der BaFin zu, ungedeckte Leerverkäufe zu verbieten bzw. zu beschränken. Voraussetzung ist, dass eine grenzübergreifende Bedrohung für die ordnungsgemäße Funktionsweise und Integrität der Finanzmärkte oder die Stabilität des Finanzsystems vorliegt und die mitgliedstaatlichen Behörden keine bzw. keine angemessenen Maßnahmen ergreifen.⁴³⁰

⁴³⁰ Dazu und zu den weiteren Voraussetzungen von Art. 28 LeerverkaufsVO: *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 190; *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 207;

Hinsichtlich der Adressaten eines Leerverkaufsverbots bestimmt Art. 28 I lit. b) LeerverkaufsVO, dass die ESMA das Verbot „für den Eintritt *einer* natürlichen oder juristischen Person in einen Leerverkauf“ erlässt. Dies könnte darauf hindeuten, dass ein Leerverkaufsverbot der ESMA beschränkt auf eine einzelne Person zu ergehen hat.⁴³¹ Durch die namentliche Nennung der Person und/oder die individuelle Bekanntgabe der Maßnahme könnte der Adressatenkreis geschlossen werden, womit dem Leerverkaufsverbot ein individueller Charakter zuteilwürde (hierzu B.III.3.a.). Eine individuelle Adressierung bestimmter Leerverkäufer erscheint in Anbetracht potenziell möglicher unendlich vieler künftiger Leerverkäufer aber weder praktikabel noch vor dem Hintergrund einer effektiven Gefahrenabwehr insbesondere wegen der dann leicht möglichen Aufsichtsarbitrage zweckmäßig. Art. 28 III 1 b) LeerverkaufsVO sieht sogar ausdrücklich vor, dass die ESMA berücksichtigt, inwieweit die Maßnahme keine Gefahr der Aufsichtsarbitrage entstehen lässt. Dementsprechend knüpft auch Art. 28 IX LeerverkaufsVO die Wirkung des Leerverkaufsverbots nicht an den Adressaten, sondern an den Leerverkauf an⁴³²: Das Leerverkaufsverbot soll für (alle) Transaktionen nach seinem Inkrafttreten gelten. Nur konsequent ist es daher, dass Art. 28 VII 1 LeerverkaufsVO eine - für einen offenen und damit generellen Adressatenkreis sprechende (hierzu B.III.3.a.) - Veröffentlichung des Beschlusses auf der Website des ESMA vorsieht. Sowohl Sinn und Zweck als auch Regelungssystematik des Art. 28 LeerverkaufsVO sprechen damit deutlich dafür, dass

Manger-Nestler, GPR 2014, 141; *von Buttlar/Petersen*, in: Just/Voß/Ritz/Becker, WpHG, 2015, § 30h Rn. 106; *Kohtamäki*, EuR 2014, 321, 324; *Mülbert/Sajnovits*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 27-31 VO Nr. 236/2012 Rn. 26 ff.

⁴³¹ Jedenfalls für diese Möglichkeit EuGH, Urt. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12 Rn. 98 - *ESMA*.

⁴³² Vgl. allg. *Gurlit*, ZHR 177 (2013), 862, 885.

ein Leerverkaufsverbotsbeschluss adressatenlos ergeht, d.h. einen offenen Adressatenkreis hat - alle Personen, die nach Inkrafttreten des Verbots Leerverkäufe tätigen wollen - und damit genereller Natur ist.⁴³³

Regelungsgegenstand eines Leerverkaufsverbots ist der Leerverkauf von Aktien. Da der Kreis der Adressaten offen ist, erfasst das Verbot Leerverkäufe durch potenziell unbestimmt viele Personen und damit eine unbestimmte Vielzahl von Verhalten. Mithin ist der Regelungsgegenstand abstrakt (hierzu B.III.3.b.). Allerdings kann das Verbot zumindest eine gewisse Konkretisierung durch eine möglichst präzise und differenzierte Beschreibung des verbotenen Verhaltens erfahren (hierzu B.III.3.b.), insbesondere durch die Beschränkung auf eine bestimmte Aktie. Dass die ESMA nicht pauschal Leerverkäufe von Aktien verbieten soll, sondern ihr Verbot zu konkretisieren hat, zeigen etwa Art. 28 V 2 und VII 2 lit. a) LeerverkaufsVO. Diese verlangen, dass die ESMA die Finanzinstrumente und Transaktionsarten, die von ihrem Verbot erfasst sein sollen, bezeichnet. Zudem kann die Maßnahme nach Art. 28 I UA 2 1 LeerverkaufsVO auf bestimmte Situationen beschränkt und Ausnahmen unterworfen werden.

Da ein Leerverkaufsverbot der ESMA nur bei grenzüberschreitenden Bedrohungen in Betracht kommt, muss es stets für mehrere Mitgliedstaaten, i.d.R. für die gesamte EU Geltung beanspruchen. Es unterscheidet sich insoweit nicht vom Geltungsbereich einer Verordnung. Art. 28 VII 1 lit. a), X 1 und 2 LeerverkaufsVO sieht von

⁴³³ Insb. EuGH, Urte. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12 Rn. 57, 64 - *ESMA*; so auch schon GA *Jääskinen*, Schlussanträge v. 12.09.2013 in der Rs. C-270/12 Rn. 96; vgl. auch *Mülbert/Sajnovits*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 27-31 VO Nr. 236/2012 Rn. 24; *Ohler*, JZ 2014, 249, 251; vgl. ebenfalls *Gundel*, in: Pechstein/Nowak/Häde (Hrsg.), Frankfurter Kommentar, Bd. IV, Art. 288 AEUV Rn. 96 Fn. 444 u. 445; i.E. allgemein zu Art. 9 V ESA-VOen auch *Gurlit*, ZHR 177 (2013) 862, 885; ohne Begründung a.A. *Wymeersch*, ZGR 2011, 443, 469.

Gesetzes wegen zwar eine nur begrenzte Geltungsdauer eines ESMA-Leerverkaufsverbots vor: Art. 28 VII 1 lit. a) LeerverkaufsVO schreibt der ESMA vor, dass sie die Dauer ihrer Maßnahme veröffentlicht. Art. 28 X 1 und 2 LeerverkaufsVO sehen - als *Lex specialis* zu Art. 9 V ESMA-VO⁴³⁴ - dabei vor, dass ein Leerverkaufsverbot grundsätzlich spätestens nach drei Monaten automatisch außer Kraft tritt. Damit übersteigt die reguläre Geltungsdauer aber bereits die Frist für eine Nichtigkeitsklage, die sich nach Art. 263 VI AEUV auf nur zwei Monate beläuft. Zudem kann ein Leerverkaufsverbot, solange die Voraussetzungen von Art. 28 I lit. b), II LeerverkaufsVO fortbestehen, gem. Art. 28 X 1 und 2 LeerverkaufsVO und Art. 9 V UA 2 S. 2 ESMA-VO unbegrenzt oft verlängert werden.⁴³⁵ Auch wenn der abstrakte Regelungsgegenstand präzise beschrieben wird, indizieren Geltungsbereich und -dauer (hierzu B.III.3.b.), soweit die ESMA das Verbot nicht von sich aus auf zwei oder unter zwei Monate befristet, damit einen abstrakt-generellen Charakter.⁴³⁶

Etwas anderes könnte sich noch aus dem tatsächlichen Anlass (hierzu B.III.3.b.) eines ESMA-Leerverkaufsverbotes ergeben. Anders als das allgemeine Verbot ungedeckter Leerverkäufe nach Artt. 12, 13 LeerverkaufsVO sieht Art. 28 I lit. b), II LeerverkaufsVO nach seiner amtlichen Überschrift nur in *Ausnahmesituationen* die Befugnis der ESMA vor, ein darüber hinausgehendes Leerverkaufsverbot bei einer Bedrohung für die Finanzmärkte oder das Finanzsystem zu verhängen.⁴³⁷ Bereits dieser systematische Zusammenhang spricht dafür, dass ein ESMA-Leerverkaufsverbot nur aus Anlass einer konkreten Bedrohung ergehen darf. Dafür sprechen auch Artt.

⁴³⁴ Vgl. i.E. *Gurlit*, WM 2020, 105, 106 Fn. 338.

⁴³⁵ Vgl. dazu *Kohtamäki*, EuR 2014, 321, 325; s.a. von *Buttlar/Petersen*, in: *Just/Voß/Ritz/Becker*, WpHG, 2015, § 30h Rn. 106.

⁴³⁶ Vgl. auch *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 190.

⁴³⁷ *Ruffert*, JuS 2014, 279.

28 V 2, VII und X 2 LeerverkaufsVO: Die mit Art. 28 X 2 LeerverkaufsVO verbundene Annahme einer grundsätzlichen zeitlichen Beschränkbarkeit der Maßnahme - zunächst auf drei Monate - deutet auf eine Anknüpfung an eine spezifische, vorübergehende Bedrohung hin.⁴³⁸ Artt. 28 V 2 und VII LeerverkaufsVO verlangen von der ESMA, dass sie die Einzelheiten und Gründe, die für die Annahme einer Bedrohung sprechen, ausführt und dafür Belege anführt. Ergänzend sei zudem abermals auf Art. 28 I UA 2 LeerverkaufsVO verwiesen, der ausdrücklich von der Möglichkeit einer Beschränkung auf „bestimmte Situationen“ ausgeht. Mithin erfolgt ein ESMA-Leerverkaufsverbot aus einem konkreten Anlass.⁴³⁹

Bei einem Verbot ungedeckter Leerverkäufe durch die ESMA würde es sich damit um eine zeitlich begrenzbare Regelung handeln, die ein konkretisiertes Verhalten einer unbestimmten Vielzahl von Personen zum Gegenstand hat und anlassbezogen zur Bekämpfung einer konkreten Gefahr ergeht und damit um eine konkret-generelle Maßnahme, für die der adressatenlose Beschluss als adäquate Handlungsform erscheint.⁴⁴⁰

⁴³⁸ Vgl. EG (36) LeerverkaufsVO.

⁴³⁹ Vgl. i.E. auch EuGH, Urt. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12 Rn. 64 - ESMA, der davon spricht, dass die ESMA „in eng umgrenzten Fällen“ Rechtsakte mit allgemeiner Geltung erlassen darf, die für jede Person gelten, die eine bestimmte finanzielle Transaktion tätigen will.

⁴⁴⁰ U. Stelkens, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 354, EuR Rn. 166a; i.E. wohl auch Ohler, JZ 2014, 249, 251, der irrigerweise aber von einer überschaubaren Zahl von Adressaten ausgeht; s.a. Manger-Nestler, GPR 2014, 141, 142; a.A. jedenfalls für EU-weite Leerverkaufsverbote Lange, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 190; wohl auch Orator, Möglichkeiten und Grenzen der Einrichtungen von Unionsagenturen, 2017, S. 183, der Leerverkaufsverbote der ESMA als exekutiv-rechtssetzend versteht.

2. Produktinterventionsbefugnis der ESAs

Der Produktinterventionsbefugnis der BaFin (hierzu A.IV.2.b.) vergleichbar können auch die ESAs Vermarktung, Vertrieb und Verkauf von Finanzprodukten - Finanzinstrumente, strukturierte Einlagen, Versicherungs- und Versicherungsanlageprodukte - verbieten bzw. beschränken.⁴⁴¹ Die ESAs dürfen von ihrer Befugnis allerdings nur subsidiär Gebrauch machen, wenn die national zuständigen Behörden keine oder keine ausreichenden Maßnahmen ergriffen haben. Zentrale Voraussetzung für eine Produktintervention von ESMA, EBA und EIOPA ist dann aber auch, dass die Maßnahme erheblichen Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes oder einer Gefahr für das ordnungsgemäße Funktionieren und die Integrität der Finanzmärkte oder für die Stabilität des Finanzsystems in der Union als Ganzes oder von Teilen dieses Finanzsystems begegnet.⁴⁴²

a. Gesetzgeberische Vorgaben für Individualität und Konkretheit

Art. 40, Art. 41 MiFIR und Art. 16 PRIIP sehen keine einschränkenden Vorgaben zum Adressatenkreis vor. Während zwar die allgemeine Ermächtigung der ESAs für Maßnahmen im Krisenfall in Artt. 9 V, 18 IV 1 ESA-VOen von einem Handeln mittels eines „an einen Finanzmarktteilnehmer“ gerichteten Beschlusses spricht, sehen die speziellen Befugnisse der ESAs gemäß Artt. 1 II, 9 V ESA-VOen i.V.m. Art. 40 I, II, Art. 41 I, II MiFIR oder Art. 16 I, II PRIIP hingegen ausdrücklich nur ein Handeln in Form von Beschlüssen vor, die aber

⁴⁴¹ Die ESMA gem. Art. 9 V ESMA-VO i.V.m. Art. 40 I lit a), II MiFIR, die EBA gem. Art. 9 V EBA-VO i.V.m. Art. 41 I lit. a), II MiFIR und die EIOPA gem. Art. 9 V EIOPA-VO i.V.m. Art. 16 I Lit. a), II PRIIP.

⁴⁴² Im Einzelnen zu den Interventionsvoraussetzungen *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 40 MiFIR Rn. 9 ff., Art. 41 MiFIR Rn. 1, Art. 16 PRIIP Rn. 10 ff.

nicht an bestimmte Adressaten, sondern bloß an bestimmte Tätigkeiten - Vermarktung, Verkauf und Vertrieb - anknüpfen.⁴⁴³ Dementsprechend schreiben auch Art. 40 V 1, Art. 41 V 1 MiFIR und Art. 16 V 1 PRIIP eine Veröffentlichung bzw. Bekanntgabe der Produktintervention auf der Website der Aufsichtsbehörde vor, was für einen offenen und damit generellen Adressatenkreis spricht (hierzu B.III.3.a.). Eine individuelle Adressierung wäre in Anbetracht einer denkbar großen Vielzahl von gegenwärtigen und künftigen Anbietern von Finanzprodukten sowie insbesondere bei der Abwehr eines Risikos für die Finanzsystemstabilität in der Querschnittsdimension auch praktisch kaum geeignet, eine effektive Finanzaufsicht, die den angestrebten Anleger-, Funktions- und Finanzsystemstabilitätsschutz gewährleistet, zu ermöglichen (vgl. bereits A.IV.2.b.). Zudem lassen individuell adressierte Produktinterventionen leichter ein Ausweichverhalten zu und gehen so mit einem höheren Risiko der Aufsichtsarbitrage einher, was nach Art. 40 III 1 lit. b), Art. 41 III 1 lit. b) MiFIR und Art. 16 III 1 lit. b) PRIIP von den Aufsichtsbehörden aber gerade vermieden werden soll. Mithin dürfte eine Produktintervention der ESAs nach der gesetzgeberischen Konzeption regelmäßig als adressatenloser Beschluss mit generellem Wirkungsmodus ergehen.⁴⁴⁴

Regelungsgegenstand einer Produktintervention der ESAs sind Vermarktung, Vertrieb und Verkauf von Finanzinstrumenten bzw. strukturierten Einlagen bzw. Versicherungs- und Versicherungsanlageprodukten, mithin das voneinander unabhängige Verhalten einer unbestimmten Vielzahl eines offenen Kreises von Adressaten. Der Regelungsgegenstand ist damit als abstrakt zu qualifizieren (hierzu

⁴⁴³ Vgl. i.E. auch *Gurlit*, ZHR 177 (2013), 862, 885.

⁴⁴⁴ Vgl. *Gurlit*, ZHR 177 (2013), 862, 885; s.a. *dies.*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 40 MiFIR Rn. 30, Art. 41 MiFIR Rn. 1, Art. 16 PRIIP Rn. 32; vgl. auch *Manger-Nestler*, Kreditwesen 2012, 528, 529.

B.III.3.b.). Er soll nach der Konzeption des Gesetzgebers aber zumindest eine gewisse Konkretisierung (hierzu B.III.3.b.) erfahren, denn die auf der Website der ESAs zu veröffentlichende bzw. bekanntgebende Mitteilung hat nach Art. 40 V 2, Art. 41 V 2 MiFIR und Art. 16 V 2 PRIIP „Einzelheiten“ der Produktintervention zu erläutern.

Wie die Produktinterventionsbefugnis der BaFin (vgl. dazu oben A.IV.2.b.) lassen es auch die Produktinterventionsbefugnisse der ESAs jedenfalls zu, dass die Behörden eine bloß abstrakte Gefahr zum Regelungsanlass nehmen: Während sie ebenfalls keine räumliche Begrenzung des Geltungsbereichs vorsehen, ermächtigen Art. 40 I, Art. 41 I MiFIR und Art. 16 I PRIIP die ESAs zwar nur zu einer „vorübergehenden“ Produktintervention und schreiben Art. 40 VI, Art. 41 VI MiFIR eine zeitliche Beschränkung der Geltungsdauer auf grundsätzlich sechs Monate vor bzw. Art. 16 VI PRIIP auf drei Monate; hiernach tritt die Produktintervention grundsätzlich automatisch außer Kraft. Gleichwohl wird ein abstrakter Regelungsanlass dadurch indiziert, dass bereits die grundsätzliche Geltungsdauer die Frist für eine Nichtigkeitsklage von nur zwei Monaten (Art. 263 VI AEUV) übersteigt (hierzu B.III.3.b.); zumal eine Produktintervention der ESAs unbegrenzt oft verlängert werden kann. Insbesondere die jeweils erste Variante der Art. 40 II 1 a), Art. 41 II 1 a) MiFIR und Art. 16 II 1 a) PRIIP deutet zudem gleichfalls mit der Inbezugnahme des *Anlegerschutzes* statt der Anleger auf eine eher abstrakte Betrachtung hin (vgl. bereits oben A.IV.2.b.). Weiter lassen auch die Produktinterventionsbefugnisse der ESAs in Art. 40 II 2, Art. 41 II 2 MiFIR und Art. 16 II 2 PRIIP - hinsichtlich aller Varianten - sogar ein vorsorgliches Verbot zu, noch bevor ein Finanzinstrument, eine strukturierte Einlage, ein Versicherungs- oder Versicherungsanlageprodukt überhaupt vermarktet, vertrieben oder verkauft wird; sie setzen dementsprechend tatbestandlich jedenfalls nicht zwin-

gend eine Reaktion auf ein bestimmtes Ereignis voraus. Bedenken bzw. Gefahren schon vor Vermarktung, Verkauf und Vertrieb können aber nur an einen gedachten (Vermarktungs-, Vertriebs- und Verkaufs-)Fall anknüpfen (vgl. bereits A.IV.2.b.), womit es sich dann um eine bloß abstrakte Gefahr handeln muss (hierzu B.III.3.b.).

In der Gesamtschau ist damit, jedenfalls soweit auch die ESAs mit einer Produktintervention präventiv bloß gedachten Bedenken für den Anlegerschutz oder gedachten⁴⁴⁵ Gefahren für die Funktionsfähigkeit oder die Stabilität des Finanzsystems begegnen sollen, bereits durch den Gesetzgeber eine abstrakt-generelle behördliche Maßnahme vorgezeichnet.⁴⁴⁶ Für ein generelles behördliches Verbot zur Abwehr einer abstrakten Gefahr steht allerdings nicht der Beschluss als Handlungsform zur Wahl, sondern wäre eine Verordnung die adäquate Handlungsform (hierzu oben B.III.2.). Welchen Konsequenzen und Grenzen es unterliegt, wenn eine ESA gleichwohl für eine abstrakt-generelle Produktintervention die Handlungsform des Beschlusses wählt (dazu sogleich), soll im folgenden 4. Teil abgehandelt werden.

b. Ausgewähltes Anwendungsbeispiel: Wiederholte CFD-Beschränkung durch die ESMA

Bisher hat nur die ESMA - dafür aber wiederholt - von ihrer Produktinterventionsbefugnis Gebrauch gemacht und CFD be-

⁴⁴⁵ Anders dürfte es sich wiederum bei der Abwehr akuter Risiken für die Finanzsystemstabilität in der Querschnittsdimension verhalten, vgl. hierzu schon A.IV.2.b.

⁴⁴⁶ Vgl. i.E. ebenfalls für „zumeist [...] adressatenlose Beschlüsse mit normativer Geltung“ *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 40 MiFIR Rn. 30, Art. 41 MiFIR Rn. 1 und Art. 16 PRIIP Rn. 32, aber auch mit dem Hinweis auf die grds. Möglichkeit einer adressatengerichteten Produktintervention, die auch hier nicht in Abrede gestellt werden soll.

schränkt.⁴⁴⁷ Nach Art. 2 der so bezeichneten ESMA-„Beschlüsse“ sind Vermarktung, Vertrieb und Verkauf von CFD an Kleinanleger nur zulässig, wenn sie einen unabdingbaren a) Initial-Margin-, b) Margin-Glattstellungs- und c) Negativsaldoschutz vorsehen sowie d) keine ausgeschlossenen Vorteile gewähren und e) eine Risikowarnung enthalten.⁴⁴⁸

Da individuelle Beschränkungen gegenüber einzelnen Anbietern auch der ESMA nicht geeignet erschienen (vgl. B.IV.2.a.), einen

⁴⁴⁷ ESMA, Beschluss (EU) 2018/796 v. 22.05.2018 zur vorübergehenden Beschränkung von Differenzgeschäften (CFD), abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A32018X0601%2802%29>, zuletzt 01.07.2024; Beschluss (EU) 2018/1636 v. 23.10.2018 zur Verlängerung und Änderung der gemäß Beschluss (EU) 2018/796 eingeführten vorübergehenden Beschränkung der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von Differenzgeschäften (CFD) an Kleinanleger, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A32018X1031%2801%29>, zuletzt 01.07.2024; Beschluss (EU) 2019/155 v. 23.01.2019 zur Verlängerung der vorübergehenden Beschränkung der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von Differenzgeschäften (CFD) an Kleinanleger, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?qid=1555403185534&uri=CELEX%3A32019X0131%2801%29>, zuletzt 01.07.2024; ESMA, Beschluss (EU) 2019/679 v. 17.04.2019 zur Verlängerung der vorübergehenden Beschränkung der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von Differenzgeschäften (CFD) an Kleinanleger, abrufbar unter [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019X0430\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019X0430(01)&from=EN), zuletzt 01.07.2024. Ergänzend sei darauf hingewiesen, dass die ESMA auch sog. binäre Optionen beschränkt hatte, zuletzt mit Beschluss (EU) 2019/509 v. 22.03.2019, abrufbar [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32019X0327\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32019X0327(01)&from=EN), zuletzt 01.07.2024. Mit Auslaufen der vorübergehenden Maßnahme der ESMA zum 01.07.2019 hat die BaFin gestützt auf § 6 V 1 WpHG i.V.m. Art. 42 I, II 1 lit. a) MiFIR Vermarktung, Vertrieb und Verkauf binärer Optionen an Kleinanleger verboten, Allgemeinverfügung v. 01.07.2019, Gz.: VBS 7-Wp 5427-2018/0046, a.a.O. (Fn. 317).

⁴⁴⁸ Siehe im Einzelnen die Begriffsbestimmungen in ESMA, Beschluss (EU) 2018/796 v. 22.05.2018 a.a.O. (Fn. 448), EG (90) ff., (106) ff., (118) ff., (125) ff., (137) ff. sowie Beschluss (EU) 2018/1636 v. 23.10.2018 a.a.O. (Fn. 448), Beschluss (EU) 2019/155 v. 23.01.2019 a.a.O. (Fn. 448) und Beschluss (EU) 2019/679 v. 17.04.2019 a.a.O. (Fn. 448) jeweils Art 1 lit. d)-f) i.V.m. Anhang I und II sowie die Erläuterungen oben in Fn. 316.

marktweiten Anlegerschutz zu gewährleisten, sollten die Beschränkungen adressatenlos gelten, d.h. nicht für bestimmte einzelne Anbieter, sondern für das Produkt CFD und damit für alle Personen, die dieses gegenwärtig anbieten oder künftig anbieten wollen.⁴⁴⁹ Gemäß Art. 40 V 1 MiFIR hat die ESMA dementsprechend ihre Beschlüsse öffentlich für jedermann auf ihrer Website bekanntgegeben.⁴⁵⁰ Hiernach sind die ESMA-CFD-Beschränkungen als generell zu qualifizieren (vgl. B.III.3.a. und IV.2.a.).

Regelungsgegenstand der ESMA-CFD-Beschränkungen waren Verkauf, Vermarktung und Vertrieb von CFD an Kleinanleger durch alle Anbieter von CFD⁴⁵¹ und damit eine unbestimmte Vielzahl unabhängiger Verhalten (vgl. bereits B.IV.2.a.). Mithin ist der Regelungsgegenstand abstrakt (s. oben B.III.3.b.). Der Einschränkung auf Kleinanleger sowie der Ausnahme von CFD, die den verlangten Initial-Margin-, Margin-Glattstellungs- und Negativsaldoschutz vorsehen, keine ausgeschlossenen Vorteile gewähren und die erforderliche

⁴⁴⁹ So gerade die ESMA selbst in ihrem Beschluss (EU) 2019/679 v. 17.04.2019 a.a.O. (Fn. 448) EG (83); *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 40 MiFIR Rn. 30; allgemein zu Art. 9 V ESA-VOen auch *Gurlit*, ZHR 177 (2013) 862, 885; so auch allgemein für Art. 9 V EBA-VO *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 257; ebenso *Manger-Nestler*, Kreditwesens, 2012, 528, 529; ohne Begründung a.A. *Wymeersch*, ZGR 2011, 443, 469.

⁴⁵⁰ Siehe unter <https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library>: ESMA, Beschluss (EU) 2018/796 v. 22.05.2018: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma71-99-973_press_release_product_intervention_euoj_publication.pdf, zuletzt 01.07.2024; Beschluss (EU) 2018/1636 v. 23.10.2018: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2018-esma35-43-1397_cfd_renewal_decision_notice_en.pdf, zuletzt 01.07.2024; Beschluss (EU) 2019/155 v. 23.01.2019: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2018-esma35-43-1562_cfd_renewal_decision_2_notice_en.pdf, zuletzt 01.07.2024; ESMA, Beschluss (EU) 2019/679 v. 17.04.2019: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1912_cfd_renewal_3_-_notice_en.pdf, zuletzt 01.07.2024.

⁴⁵¹ Vgl. ESMA, Beschluss (EU) 2018/796 v. 22.05.2018 a.a.O. (Fn. 448), Art. 2 sowie EG (83).

Risikowarnung enthalten, kann als entsprechend Art. 40 V 2 MiFIR zu erläuternden Einzelheiten der Beschränkung (vgl. B.IV.2.a.) aus den bereits oben genannten Erwägungen zu den deckungsgleichen Einschränkungen der Produktintervention der BaFin (s.o. A.IV.2.c.) nur eine sehr eingeschränkt konkretisierende Wirkung beigemessen werden: Da die ESMA in ihren Erwägungsgründen vor allem auf die fehlenden Erfahrungen, Kenntnisse und den mangelnden Sachverstand von Kleinanlegern abstellte⁴⁵², hätte sich bereits eine weitere Eingrenzung des Regelungsgegenstandes auf den CFD-Handel mit nicht-beruflich handelnden, d.h. *Verbraucher-Kleinanlegern* aufgedrängt. Trotz der Ausnahme von CFD, die kumulativ die Anforderungen der Art. 2 lit. a) bis e) erfüllen, werden CFD auf alle denkbaren Referenzwerte erfasst.

Auch Geltungsbereich und -dauer (vgl. hierzu B.III.3.b. und IV.2.a.) sprechen für einen abstrakt-generellen Charakter der ESMA-CFD-Beschränkung. CFD werden grenzüberschreitend in allen Mitgliedstaaten angeboten. Die CFD-Beschränkungen durch die ESMA sollte einer Fragmentierung des Anlegerschutzes durch unterschiedliche Handhabungen nationaler Aufsichtsbehörden begegnen und ein unionsweit einheitliches Mindestniveau an Anlegerschutz herstellen.⁴⁵³ Sie mussten daher wie eine Verordnung EU-weite Geltung beanspruchen, was sie mangels räumlicher Beschränkung der Produktinterventionsbefugnis des Art. 40 MiFIR auch konnten (vgl. B.IV.2.a.). Die ESMA-CFD-Beschränkungen galten jeweils für einen Zeitraum von drei Monaten.⁴⁵⁴ Jede Beschränkung überdauerte

⁴⁵² Vgl. ESMA, Beschluss (EU) 2018/796 v. 22.05.2018, a.a.O. (Fn. 448), EG (39).

⁴⁵³ Vgl. ESMA, Beschluss (EU) 2018/796 v. 22.05.2018 a.a.O. (Fn. 448), EG (82) f.; kritisch hierzu auch *Gurlit*, WM 2020, 105, 106.

⁴⁵⁴ ESMA, Beschluss (EU) 2018/796 v. 22.05.2018 a.a.O. (Fn. 448), Beschluss (EU) 2018/1636 v. 23.10.2018 a.a.O. (Fn. 448), Beschluss (EU) 2019/155 v. 23.01.2019 a.a.O. (Fn. 448) und Beschluss (EU) 2019/679 v. 17.04.2019 a.a.O. (Fn. 448) jeweils Art. 4 II.

somit bereits für sich die Klagefrist des Art. 263 VI AEUV. Die erste Beschränkung galt ab dem 01.08.2018⁴⁵⁵, die zweite ab dem 01.11.2018⁴⁵⁶, die dritte ab dem 01.02.2019⁴⁵⁷ und die vierte und letzte Beschränkung ab dem 01.05.2019⁴⁵⁸. Die ESMA-CFD-Beschränkungen galten damit am 31.07.2019 ohne Unterbrechung für eine Dauer von einem ganzen Jahr. Von einer erneuten Verlängerung hat die ESMA erst abgesehen, seitdem die Verfügung der BaFin⁴⁵⁹ (s.o. A.IV.2.c.) und entsprechende Maßnahmen der meisten mitgliedstaatlichen Aufsichtsbehörden ihre Beschränkung einheitlich für alle CFD-Anbieter nachbilden.⁴⁶⁰

Als Regelungsanlass für die Beschränkung führte die ESMA an, dass sowohl nationale Finanzaufsichtsbehörden als auch sie selbst beobachtet hätten, dass die große Mehrheit von Kleinanlegern bei CFD-Geschäften Verluste erleiden. Dies sei darauf zurückzuführen, dass es sich bei CFD um komplexe, nicht standardisierte Produkte handle, die von Natur aus mit Risiken behaftet seien - hohe Hebel kombiniert mit Margin-Glattstellungs-Automatik und unbegrenzter Haftung -, die Kleinanleger mangels hinreichender Erfahrungen, Kenntnisse und hinreichendem Sachverstand nicht verstehen könn-

⁴⁵⁵ ESMA, Beschluss (EU) 2018/796 v. 22.05.2018 a.a.O. (Fn. 448), Art. 4 II.

⁴⁵⁶ ESMA, Beschluss (EU) 2018/1636 v. 23.10.2018 a.a.O. (Fn. 448), Art. 4 II.

⁴⁵⁷ ESMA, Beschluss (EU) 2019/155 v. 23.01.2019 a.a.O. (Fn. 448), Art. 4 II.

⁴⁵⁸ ESMA, Beschluss (EU) 2019/679 v. 17.04.2019 a.a.O. (Fn. 448), Art. 4 II.

⁴⁵⁹ BaFin, Allgemeinverfügung v. 23.07.2019 bzgl. sog. Differenzgeschäfte („Contracts for Difference/CFD“), VBS 7-Wp 5427-2018/0057, A. IV., B., abrufbar unter

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190801_allgvfg_Differenzgeschaefte.html, zuletzt 02.07.2024; hierzu auch *Gurlit*, WM 2020, 105, 112.

⁴⁶⁰ Zur Allgemeinverfügung der BaFin OPINION OF THE EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY of 30 July 2019 on the product intervention measures relating to contracts for differences proposed by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht of Germany, ESMA35-43-1986, 1. (7), abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-35-43-1986-esma_opinion_under_article_432_mifir_de_cfd.pdf, zuletzt 02.07.2024.

ten. CFD seien für die große Mehrheit der Kleinanleger daher ungeeignete Produkte.⁴⁶¹ Die ESMA-CFD-Beschränkung erfolgte damit nicht aus Anlass einer aktuellen Verlustgefahr für Kleinanleger im Rahmen bestimmter CFD-Geschäfte, wie dies etwa der Fall gewesen wäre, hätte die ESMA vorübergehend CFD-Geschäfte mit Kleinanlegern auf das Währungspaar Euro und Schweizer Franken aus Anlass befürchteter Verluste infolge der Abkopplung des Schweizer Francs vom Euro im Januar 2015 untersagt⁴⁶². Die ESMA-CFD-Beschränkung erfolgte vielmehr, weil dem Finanzprodukt CFD unabhängig von einem bestimmten Referenzwert⁴⁶³ und einem bestimmten Ereignis von der ESMA allgemein die Gefahr beigemessen wird, dass der durchschnittliche Kleinanleger Verluste erleidet. Anlass der Regelung ist also der gedachte Fall, dass Kleinanleger bei CFD-Geschäften Verluste erleiden können. Mithin ist der Regelungsanlass abstrakt (hierzu B.III.3.b. und IV.2.a.).

Bei den CFD-Beschränkungen der ESMA handelt sich damit um normative Maßnahmen mit abstrakt-genereller Geltung.⁴⁶⁴ Etwai- gen Bedenken an der Ermächtigung der ESMA, in der äußeren Form eines adressatenlosen Beschlusses ein Finanzprodukt wie gesche-

⁴⁶¹ ESMA, Beschluss (EU) 2018/796 v. 22.05.2018 a.a.O. (Fn. 448), EG (1), (11) f., (14), (21), (23) f., (27), (39); Beschluss (EU) 2018/1636 v. 23.10.2018 a.a.O. (Fn. 448), EG (7), (10) f.; Beschluss (EU) 2019/155 v. 23.01.2019 a.a.O. (Fn. 448), EG (8), (11) f.; Beschluss (EU) 2019/679 v. 17.04.2019 a.a.O. (Fn. 448), EG (8), (11) f.

⁴⁶² Vgl. zum sog. Schweizer-Franken-Ereignis ESMA, Beschluss (EU) 2018/796 v. 22.05.2018 a.a.O. (Fn. 448), EG (27) f.

⁴⁶³ ESMA, Beschluss (EU) 2018/796 v. 22.05.2018 a.a.O. (Fn. 448), Beschluss (EU) 2018/1636 v. 23.10.2018 a.a.O. (8), Beschluss (EU) 2019/155 v. 23.01.2019 a.a.O. (Fn. 448) und Beschluss (EU) 2019/679 v. 17.04.2019 a.a.O. (Fn. 448) differenzieren in Anhang I zumindest für den Initial-Margin-Schutz grob nach verschiedenen Referenzwerten mit unterschiedlichen Verlustrisiken.

⁴⁶⁴ Vgl. allgemein zu Produktinterventionen der ESMA *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 40 MiFIR Rn. 30; i.E. für eine Einordnung der Produktinterventionsbefugnisse der ESAs als exekutive Rechtssetzungsbefugnis auch *Orator*, Unionsagenturen, S. 177, 180, 183.

hen abstrakt-generell zu beschränken, wird im folgenden 4. Teil nachgegangen.

3. Befugnisse der EZB zur Festlegung zusätzlicher Kapitalpuffer

a. Befugnis der EZB zur Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers: Gesetzgeberische Vorgaben für Individualität und Konkretheit

Nach Artt. 9 I UA 2 S. 2, 5 II SSM-VO i.V.m. § 10d III 2 KWG kann die EZB einen strengeren antizyklischen Kapitalpuffer festlegen. Von der Befugnis, den antizyklischen Kapitalpuffer festzulegen, hat die EZB bislang keinen Gebrauch gemacht. Da eine Pufferfestlegung durch die EZB gemäß Art. 5 V SSM-VO der besonderen Situation des Finanzsystems, der Wirtschaftslage und des Konjunkturzyklus in den einzelnen Mitgliedstaaten Rechnung zu tragen hat und sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den SSM-Staaten nicht unerheblich unterscheiden, dürfte die EZB von ihrer Befugnis, wenn überhaupt, auch nur sehr selten Gebrauch machen.⁴⁶⁵

Eine Festlegung durch die EZB würde nach Art. 5 II SSM-VO zunächst voraussetzen, dass ihre *strengere* Festlegung anstelle der einer national zuständigen Behörde erforderlich ist. Die EZB wird nach Art. 5 II SSM-VO daher nur zu einem Handeln ermächtigt, wenn die BaFin selbst keine oder eine nur unzureichende Festlegung getroffen hat.⁴⁶⁶ Sodann ermächtigt Art. 5 II SSM-VO die EZB aber, Anforderungen für Kapitalpuffer festzulegen, die Kreditinstitute nach dem einschlägigen Unionsrecht zusätzlich zur vorgeschrie-

⁴⁶⁵ *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1222.

⁴⁶⁶ *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1222, 1225; *dies./Schnabel*, ZBB 2015, 349, 357; *Schuster*, EuZW Beilage 2014, 3, 8; *Fischer/Boegl*, in: Ellenberger/Bunte (Hrsg.), BankR-Hdb, § 118 Rn. 49 f.; *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 236; *Lackhoff*, SSM, S. 186 Rn. 799, 805, 808 f.

benen Eigenkapitalquote (s.o. A.IV.3.a.) vorzuhalten haben. Ausdrücklich erwähnt wird dabei der in Artt. 130, 135 ff. CRD IV vorgesehene antizyklische Kapitalpuffer. Wenn das einschlägige Unionsrecht - wie beim antizyklischen Kapitalpuffer - aus Richtlinien besteht, wendet die EZB die nationalen Rechtsvorschriften an, mit denen diese Richtlinien umgesetzt wurden (Art. 4 III SSM-VO). Auch wenn sie insoweit nationales Recht anwendet, agiert sie dabei in den Handlungsformen des Unionsverwaltungsrechts, also etwa in Form des Beschlusses.⁴⁶⁷ Da sich die strengere Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers durch die EZB inhaltlich aber wie die Festlegung der BaFin nach dem die Artt. 130, 135 ff. CRD IV umsetzenden § 10d III 2 KWG richtet (vgl. Art. 9 I UA 2 S. 2 SSM-VO), muss auch insoweit das oben zu Regelungsadressat, -gegenstand und -anlass Gesagte entsprechend gelten (s. A.IV.3.b.bb.aaa.):

Damit der antizyklische Kapitalpuffer seine Wirkung entfalten kann, muss auch eine Festlegung durch die EZB - anstelle einer Festlegung der BaFin - für alle Institute gelten (s.o. A.IV.3.b.bb.aaa.), die gegenwärtig oder künftig im Inland - dann in der BRD - belegene Risikopositionen halten (vgl. § 10d II KWG). Mithin hat die Festlegung durch die EZB mit einem offenen Adressatenkreis, der einer weiteren Individualisierung nicht zugänglich ist, und damit adressa-

⁴⁶⁷ Vgl. *Glos/Benzing*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 2 Rn. 55, 179 f., 209 f., 211 f.; *Gurilit*, WM 2015, 1217, 1225 f.; *dies.*, ZHR 177 (2013), 862, 885 f.; s.a. *Schuster*, EuZW Beilage 2014, 3, 8; *Zagoura*, in: *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), BankR-Hdb, § 109 Rn. 42; vgl. zu Artt. 9 I UA 2 S. 2, 4 III UA 1 S. 1 SSM-VO *Berger*, WM 2016, 2325, 2326, 2328 f., 2331 sowie WM 2016, 2361, 2362; s.a. *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 186; allg. zur Anwendung nationalen Rechts durch die EZB *Witte*, in: ESCB Legal Conference 2016, S. 247 ff.; insg. kritisch zur Ermächtigung der EZB, nationales Umsetzungsrecht anzuwenden *Peuker*, JZ 2014, 764, 767 ff.

tenlos zu ergehen (s. oben B.III.3.a.). Eine Festlegung der EZB wäre somit genereller Natur.⁴⁶⁸

Regelungsgegenstand ist das von einer unbestimmten Vielzahl von Instituten unabhängig mögliche Vorhalten zusätzlichen Eigenkapitals, also eine unbestimmte Vielzahl von Verhalten. Der Regelungsgegenstand ist damit abstrakt (vgl. oben B.III.3.b.).

Auch Geltungsbereich und -dauer indizieren (s. hierzu oben B.III.3.b.) einen abstrakt-generellen Charakter einer EZB-Festlegung. Eine Festlegung der EZB bezieht sich zwar ebenfalls nur auf im Inland - d.h., wenn die EZB anstelle der BaFin tätig wird, in der BRD - belegene Risikopositionen (vgl. § 10d III 1 KWG). Nicht entscheidend ist dabei aber der Sitz der sie haltenden Institute. Sie würde vielmehr für alle Institute im SSM gelten, die in der BRD belegene maßgebliche Risikopositionen halten (s.o. A.IV.3.b.bb.aaa.). Mithin ist der räumliche Geltungsbereich gegenüber dem einer Verordnung nicht zurückgenommen. Auch die EZB müsste ihre Festlegung quartalsweise Neubewerten (vgl. § 10d III 3 KWG). Damit geht aber keine automatische Befristung einher, wobei selbst eine dreimonatige Frist bereits die Klagefrist des Art. 263 VI AEUV übersteigt.

Regelungsanlass (hierzu B.III.3.b.) einer EZB-Festlegung ist ebenfalls ein beobachtetes Systemrisiko in der Zeitdimension. Die Festlegung dient damit der Prävention eines zyklisch wiederkehrenden und damit der Abwehr eines nur abstrakten Risikos (s.o. A.IV.3.b.bb.aaa.).

Im Ergebnis ist die Festlegung durch die EZB wie die durch die BaFin als abstrakt-generell zu qualifizieren. Dass die EZB selbst zu dieser Erkenntnis tendiert, zeigt sich daran, dass sie makropruden-

⁴⁶⁸ Vgl. auch *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 236, der für Pufferfestlegungen, die für einem weiten nur nach allgemeinen Merkmalen bestimmten Kreis von Instituten gelten, wie Risikopuffer - gemeint sein dürfte der antizyklische Kapitalpuffer - davon ausgeht, dass sie adressatenlos ergehen.

zielle Maßnahmen nach Art. 5 II SSM-VO von den Verfahrensvorgaben für mikroprudenzielle Beschlüsse - insbesondere dem Erfordernis, die Adressaten einer belastenden Maßnahme anzuhören (Art. 31 SSM-RahmenVO) - mit der Begründung ausgenommen hat, dass sie typischerweise nicht an einzelne Finanzinstitute gerichtet sind.⁴⁶⁹

b. Keine Befugnis der EZB zur Festlegung des Kapitalpuffers für systemische Risiken

Während die EZB unstreitig nach Artt. 9 I UA 2 S. 2, 5 II SSM-VO, § 10d III 2 KWG einen strengeren antizyklischen Kapitalpuffer festlegen kann, ist unklar, ob sie auch auf § 10e KWG zugreifen kann. Dagegen spricht die Formulierung in Art. 9 I UA 2 S. 2 SSM-VO „nach dem einschlägigen Unionsrecht“ und noch deutlicher in Art. 5 II SSM-VO a.E. „in den im einschlägigen Unionsrecht ausdrücklich bestimmten Fällen“, die auf einen Ausschluss von Maßnahmen hindeutet, deren Einführung unionsrechtlich nicht zwingend gefordert, sondern lediglich optional ist.⁴⁷⁰ § 10e KWG beruht aber auf Art. 133 I CRD IV, der die Einführung eines Systemrisikopuffers eben nur in das Ermessen der Mitgliedstaaten stellt: „Jeder Mitgliedstaat kann [...] einführen“.

Für ein Zugriffsrecht der EZB auch auf § 10e KWG könnte demgegenüber Art. 101 I lit. a) SSM-RahmenVO angeführt werden, der

⁴⁶⁹ Art. 101 II, Art. 2 Nr. 26 SSM-Rahmen-VO; zur Begründung EZB, Konsultationspapier zum Entwurf der SSM-RahmenVO, Feb. 2014, S. 14, abrufbar unter <https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/framework/draft-ssm-framework-regulation201402.de.pdf?5c3df58be6946a30fa2cec38e47db0b6>, zuletzt 02.07.2024; s.a. *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1226, die den von der EZB eingeschlagenen Lösungsweg für inadäquat hält.

⁴⁷⁰ Vgl. *Glos/Benzing*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 2 Rn. 55, 58.

Art. 5 II SSM-VO konkretisiert. Art. 101 I lit. a) SSM-Rahmen-VO bezieht ausdrücklich alle Pufferanordnungen der Artt. 130-142 CRD IV in das Verfahren des Art. 5 II SSM-VO ein, damit auch den auf Art. 133 I CRD IV zurückgehenden § 10e KWG. Art. 132 AEUV, Artt. 4 III UA 2 S. 3 SSM-VO ermächtigt die EZB allerdings nur dazu, das Verfahren nach Art. 5 II SSM-VO auszugestalten, nicht hingegen ihre Kompetenz nach Art. 5 II SSM-VO zu erweitern.⁴⁷¹

Zwar sieht Art. 4 III UA 1 S. 2 SSM-VO bei Verordnungen, die den Mitgliedstaaten ein Wahlrecht einräumen, vor, dass die EZB auch die nationalen Rechtsvorschriften anwendet, mit denen die Wahlrechte ausgeübt wurden⁴⁷² und ein Grund, warum dies bei von Richtlinien eingeräumten Wahlrechten anders sein sollte, scheint nicht ersichtlich; allerdings betrifft Art. 4 SSM-VO allein die Kompetenzverteilung zwischen EZB und mitgliedstaatlichen Behörden bei der Wahrnehmung *prudenzieller* Aufgaben, während Art. 5 SSM-VO für *makroprudenzielle* Aufgaben eine eigene Kompetenzordnung etabliert. Dementsprechend kann auch die von der EZB zusammen mit der Kommission zu Art. 4 III UA 1 S. 2 SSM-VO entwickelte eigene Methodik zur Abgrenzung von richtlinienumsetzenden und autonomen nationalen Befugnissen, nach der die EZB auf alle Befugnisse zugreifen können soll, die in den ihr übertragenen Aufsichtsbereich fallen und unionsrechtlich vorgesehene Aufsichtsfunktionen stärken⁴⁷³, auf Art. 5 SSM-VO keine Übertragung finden.

⁴⁷¹ Vgl. auch *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1222 u. 1257, 1260; *dies./Schnabel*, ZBB 2015, 349, 357; vgl. auch *Glos/Benzing*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 2 Rn. 222; allgemeiner *Kämmerer*, WM 2016, 1, 4; *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 179.

⁴⁷² Vgl. auch *Lackhoff*, SSM, S. 97 Rn. 426 allerdings mit Blick auf das *goldplating*, also eine richtlinienüberschießende Umsetzung.

⁴⁷³ EZB, „Additional clarification regarding the ECB’s competence to exercise supervisory powers granted under national law“ v. 31.03.2017, SSM/2017/0140, S. 2, abrufbar unter <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/20>

Eine strengere Festlegung des Systemrisikopuffers durch die EZB nach Art. 5 II SSM-VO i.V.m. § 10e I 1 KWG scheidet danach im Ergebnis aus.⁴⁷⁴

c. Keine Befugnis der EZB zu weiteren Maßnahmen zur Begrenzung makroprudenzieller und systemischer Risiken

Während Art. 101 I lit. b) SSM-Rahmen-VO wiederum auch Art. 458 CRR nennt, sieht Art. 5 II SSM-VO auch insoweit kein ausdrückliches Eingriffsrecht der EZB vor. Die ersichtlich auf die Umstände des Mitgliedstaats zugeschnittene Zielrichtung - „Auf Ebene eines Mitgliedstaats festgestelltes Makroaufsichts- oder Systemrisiko“ - der von Art. 458 CRR vorgesehenen Eingriffsbefugnis spricht entschieden gegen ein Zugriffsrecht der EZB auch auf § 48t KWG.⁴⁷⁵

V. Zwischenergebnis: Normative Strukturmerkmale der ausgewählten Maßnahmen der europäischen Finanzaufsichtsbehörden

Die Untersuchung der ausgewählten Handlungsbefugnisse der europäischen Finanzaufsichtsbehörden, die ihnen korrespondierend

17/Letter_to_SI_Entry_point_information_letter.pdf?cb0801df81ba2db9d450ce4fb53065c8, zuletzt 02.07.2024; dazu *Glos/Benzing*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 2 Rn. 59 ff.; mit Argumenten für und wider ein weites Verständnis von Art. 4 III, 5 II,) I SSM-VO *Witte*, in: ESCB Legal Conference 2016, S. 247, 256 ff.; kritisch zum Selbstverständnis der EZB *Gurlit*, WM 2020, 57, 65 m.w.N.

⁴⁷⁴ Dafür: *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1222 u. 1257, 1260; *dies./Schnabel*, ZBB 2015, 349, 357; vgl. wohl auch *Glos/Benzing*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 2 Rn. 58, 62; allgemeiner *Kämmerer*, WM 2016, 1, 4; *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 179; demgegenüber i.E. offenbar auch für ein Zugriffsrecht der EZB auf § 10e KWG: *Fischer/Boegl*, in: Ellenberger/Bunte (Hrsg.), BankR Hdb., § 111 Rn. 8; vgl. auch *Lackhoff*, SSM, S. 187 Rn. 805, 807.

⁴⁷⁵ *Gurlit*, WM 2015, 1257, 1262; demgegenüber i.E. auch für ein Zugriffsrecht der EZB auf § 48t KWG: *Fischer/Boegl*, in: Ellenberger/Bunte (Hrsg.), BankR Hdb., § 111 Rn. 8; vgl. auch *Lackhoff*, SSM, S. 186 Rn. 805, 807.

zu denen der BaFin zustehen (siehe dazu bereits hier A.V.), bestätigt gleichfalls, dass entsprechend den im 2. Teil aufgestellten Erklärungsansätzen (dort A.I. bis III.) wegen des Erfordernisses einheitlicher („level playing field-Ansatz“) und den praktischen Grenzen („Praktikabilitätsansatz“) individueller Regelungen sowie den Charakteristika von systemischen Risiken in der Querschnitts- („Potentialität/Relationalität-Ansatz“) sowie der Zeitdimension („Paradoxität-Ansatz“) nach der gesetzgeberischen Vorordnung und - soweit bisher erfolgt - auch in ihrer praktischen Anwendung generell ausgestaltet sind (zum Leerverkaufsverbot oben B.IV.1.; zur Produktintervention B.IV.2.a. und b.; zum antizyklischen Kapitalpuffer B.IV.3.a.).

Während nun aber Maßnahmen zur Abwehr einer akuten Gefahr aufgrund ihres konkreten Regelungsanlasses einen (noch) konkreten Wirkungsmodus haben und damit nach dem vorgeschlagenen Abgrenzungskonzept als Einzelakte zu qualifizieren sind (zum Leerverkaufsverbot B.IV.1.), zeichnen sich Maßnahmen zur Prävention typisierter Risiken durch einen abstrakt-generellen Wirkungsmodus aus (zur Produktintervention B.IV.2.a. und b.; zum antizyklischer Kapitalpuffer B.IV.3.a.).

Den Grenzen und Konsequenzen der damit verbundenen Überschreitung der hier dogmatisch gezogenen Schwelle zur Rechtsnorm wird im folgenden 4. Teil nachgegangen.

C. Ergebnis: Allgemeinverfügung und adressatenloser Beschluss als inadäquate Handlungsformen für normative Maßnahmen der Finanzaufsicht

Allgemeinverfügung und adressatenloser Beschluss unterscheiden sich vom konkret-individuellen Einzelakt - Verwaltungsakt und adressatengerichteter Beschluss - durch ein erhöhtes Maß an Generalität und Abstraktheit. Gleichwohl handelt es sich nach der Hand-

lungsformenkonzeption des VwVfG und auch des AEUV nicht um abstrakt-generelle Handlungsformen, sondern um zumindest konkret-generelle Einzelakte, mit denen die Verwaltung abstrakt-generelle Rechtsakte des Gesetzgebers im Einzelfall vollzieht. Bei Produktinterventionen - soweit sie ganze Produktkategorien zur Prävention gedachter typischer Risiken verbieten oder beschränken -, der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers sowie Maßnahmen zur Begrenzung makroprudenzieller und systemischer Risiken - soweit sie zyklische Systemrisiken antizipieren - handelt es sich nach der angebotenen Abgrenzungssystematik allerdings um abstrakt-generelle Maßnahmen, für die die Handlungsformen der Allgemeinverfügung und des adressatenlosen Beschlusses somit - im hier verstandenen Sinn (s. Einleitung B.II.) - *inadäquat* erscheinen.

Nichtsdestotrotz ordnen die Finanzaufsichtsbehörden bzw. der Gesetzgeber selbst die Produktintervention, die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers und Maßnahmen zur Begrenzung makroprudenzieller und systemischer Risiken formal, d.h. der äußeren Form nach, als Allgemeinverfügung bzw. (adressatenlosen) Beschluss ein. Es stellt sich damit die Frage, welchen Grenzen Verwaltung und Gesetzgeber bei der Handlungsformenwahl unterliegen und welche Folgen die Wahl der inadäquaten Handlungsform hat. Dies wird nun im 4. Teil untersucht.

4. Teil: Grenzen und Konsequenzen der Handlungsformenwahl

Zwar mag es dem Bewirkungsauftrag entsprechen, die Handlungsformen, die den Aufsichtsbehörden zur Verfügung stehen, so weit zu fassen, dass sie ihre Aufgabe möglichst effektiv erfüllen können. Nichtsdestotrotz muss die Auswahl der Handlungsform, mit der eine Aufsichtsbehörde ihre Befugnisse wahrnimmt, die rechts- und demokratiestaatlichen Grenzen des Verwaltungshandelns beachten. Im Ausgangspunkt steht die Wahl der Handlungsform sowohl auf nationaler wie unionaler Ebene im Ermessen der Verwaltung. Die Verwaltung ist bei der Handlungsformwahl damit aber nicht frei. Das Rechtsstaatsprinzip bindet sie an Recht und Gesetz, so dass sie auch bei der Wahl der Handlungsform ihr gesetzte Grenzen - Handlungsformenge- und -verbote - zu beachten hat.⁴⁷⁶

⁴⁷⁶ Vgl. *Schmidt-Aßmann*, DVBl 104 (1989) 533, 534 f.; ebenso *ders.*, Das allgemeine Verwaltungsrecht als Ordnungsidee, 2. Aufl. 2006, Kap. 6, Rn. 37 f.; *Schoch*, JURA 2012, 26, 29; *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 18a; s.a. *Hoffmann-Riem*, in: *ders.* (Hrsg.), Offene Rechtswissenschaft, Kap. 6, S. 965, Rn. 113 f.; *Danwitz*, Europ. VerwR, 2008, S. 14; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformen, 2013, S. 85; *Axer*, Normsetzung der Exekutive in der Sozialversicherung, 2000, S. 41; s.a. *Beschorner*, Individualrechtsschutz bei inkongruenten Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns, 1985, S. 204 f.; *Kresser*, Die Bedeutung der Form für Begriff und Rechtsfolgen des Verwaltungsaktes, 2007, S. 310; *Ossenbühl*, JuS 1979, 681, 686 f. spricht gleichwohl missverständlich von *Formenwahlfreiheit*.

Vgl. zum Unionsrecht ausdrücklich etwa Art. 296 I AEUV, der die Verwaltung bei der Handlungsformenwahl an den Verhältnismäßigkeitsgrundsatz bindet; s. zur Handlungsformenwahl im Unionsrecht auch *Schroeder*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, 3. Aufl. 2018, Art. 288 Rn. 10; *Geismann*, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Band 4, Art. 288 AEUV Rn. 21; *Biervert*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV, Rn. 14; *Bast*, Grundbegriffe der Handlungsformen der EU, S. 56 ff.; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 338 f.; speziell zu den ESAs *Dickschen*, Empfehlungen und Leitlinien, S. 78, 218; speziell zur EZB *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik in der Währungsunion, 2015, § 5 Rn. 184; zum Rechtsstaatsprinzip als allgemeinem Rechtsgrundsatz auch des Unionsrechts *Ehlers*, in: *ders./Pünder* (Hrsg.), Allg. VerwR, §5 Rn. 43; *Schmidt-*

A. Gesetzliche Vorgaben der Handlungsformenwahl

Eine erste Grenze kann sich daraus ergeben, dass fachgesetzlich ausdrücklich die Wahl bestimmter Handlungsformen ausgeschlossen wird bzw. umgekehrt die Wahl einer bestimmten Handlungsform vorgeschrieben ist.⁴⁷⁷

Vorgaben für die Wahl einer nationalen Handlungsform können sich, soweit es um den indirekten Vollzug unionsrechtlicher Vorgaben geht, auch aus dem Unionsrecht ergeben.⁴⁷⁸ Für die weiter zu untersuchenden finanzaufsichtlichen Befugnisse zur Produktintervention und Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers enthalten die unionsrechtlichen Ermächtigungsgrundlagen - Art. 42 MiFIR, Art. 17 PRIIP, Artt. 130, 136 CRD IV - mit Ausnahme der nach den Normen gebotenen Rechtsverbindlichkeit der mitgliedstaatlichen Maßnahmen für die Wahl der Handlungsform allerdings keine Vorgaben.⁴⁷⁹ Auch die einschlägigen nationalen Ermächtigungsgrundlagen schreiben jedenfalls *expressis verbis* keine bestimmte Handlungsform vor (vgl. § 10d III 2 KWG, §§ 6 V 1, 15 I WpHG); § 15 II WpHG regelt allerdings, dass Widerspruch gegen und Anfechtung

Aßmann/Schöndorf-Haubold, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdI. VerwR Bd. I, § 5 Rn. 50, 51a, 53 ff.

⁴⁷⁷ *Schmidt-Aßmann*, VerwR als Ordnungsidee, 6. Kap. Rn. 37; *Schoch*, JURA 2012, 26, 30; s.a. *Ramsauer*, in: Kopp/Ramsauer (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 119; *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 18a; *Bumke*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdI. VerwR, Bd. II, § 34 Rn. 33, 36 f.; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformen, S. 85; vgl. auch *Beschorner*, Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns, S. 163.

Vgl. zum Unionsrecht: *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 14, 71 f., 80 f.; *Schroeder*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 10; *Frenz*, Handbuch Europarecht Bd. 5, 2010, Rn. 797 f., 1236, 1527 f.; s.a. *Bast*, Grundbegriffe der Handlungsformen, S. 372 ff.; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformen, S. 337 f.

⁴⁷⁸ *Szczekalla*, in: Terhechte (Hrsg.), VerwaltungsR der EU, § 5 Rn. 62 ff.

⁴⁷⁹ *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 Rn. 19, Art. 42 MiFIR Rn. 40, Art. 17 PRIIP Rn. 34; *Gurlit*, WM 2020, 105, 112; *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1225.

einer Produktintervention nach Satz 1, die sich auf vom unmittelbaren Anwendungsbereich des Art. 42 MiFIR nicht erfasste Vermögensanlagen bezieht (s.o. 3. Teil A.IV.2.) sowie gegen eine Produktintervention nach Art. 42 MiFIR i.V.m. § 6 V 1 KWG keine aufschiebende Wirkung haben. Widerspruch und Anfechtungsklage sind nur gegen Verwaltungsakte statthaft (vgl. §§ 68 I 1, 42 I 1 Alt. 1 VwGO). Da eine an einen oder mehrere individuell bestimmte Adressaten gerichtete Produktintervention in aller Regel ausscheidet (vgl. oben 3. Teil A.IV.2.b.), muss der Gesetzgeber hier also die Allgemeinverfügung, die nach § 35 S. 2 VwVfG ebenfalls ein Verwaltungsakt ist, als von der BaFin zu wählende Handlungsform im Sinn haben.⁴⁸⁰ Da es sich in diesem Fall, in dem mithin der Gesetzgeber die Wahl der Allgemeinverfügung vorsieht, nach der vorgenommenen Abgrenzung, soweit mit der Produktintervention präventiv bloß gedachten Gefahren begegnet wird, materiell aber nicht um eine solche handelt (dazu oben 3. Teil A.IV.2.b. und c.), könnte unter Berücksichtigung des gesetzgeberischen Willens allenfalls eine Einordnung als Allgemeinverfügung *sui generis* erfolgen.⁴⁸¹

Ähnlich stellt es sich auf unionaler Ebene dar. Art. 9 V UA 2 S. 1 ESA-VOen i.V.m. Artt. 40 V 1, 41 V 1 MiFIR bzw. Art. 16 V 1 PRIIP gehen für die ESAs und Art. 4 III UA 2 S. 1 SSM-VO für die EZB von einem Handeln in Form des Beschlusses aus.⁴⁸² Da adressatenge-

⁴⁸⁰ *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 Rn. 22, Art. 42 MiFIR Rn. 40, i.E. ebenso für die Produktinterventionsbefugnis der BaFin betreffend Versicherungsanlageprodukte Art. 17 PRIIP Rn. 34.

⁴⁸¹ *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 Rn. 22, Art. 42 MiFIR Rn. 40, Art. 17 PRIIP Rn. 34; vgl. auch *dies.*, WM 2015, 1217, 1225; *dies.*, Auswahl und Einsatz von Handlungsformen am Beispiel der Finanzmarktaufsicht, in: Kahl/Mager (Hrsg.), Verwaltungshandeln, 2022, S. 131, 141; ähnlich zur „Festlegung“ nach § 29 EnWG *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 297 m.w.N.

⁴⁸² *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 40 MiFIR Rn. 30, Art. 16 PRIIP Rn. 32; vgl. auch *dies.*, WM 2015, 1217, 1226.

richtete Beschlüsse ausscheiden (s.o. 3. Teil B.IV., 2. und 3.a.) und es sich nach dem hier vorgeschlagenen Abgrenzungskonzept bei Produktinterventionen der ESAs, soweit sie präventiv bloß gedachten Gefahren begegnen (s.o. 3. Teil B.IV.2.a. und b.), und der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers durch die EZB (dazu oben 3. Teil B.IV.3.a.) materiell auch nicht um adressatenlose Beschlüsse handelt, kommt unter Zugrundelegung der Intention des Gesetzgebers nur eine Qualifikation als Beschluss *sui generis* in Betracht.

Dem Gesetzgeber steht es zu, den bestehenden Handlungsformkanon um weitere Handlungsformen eigener Art zu erweitern. Er ist bei der Festlegung der Handlungsformen, die der Verwaltung zur Erfüllung ihrer Aufgaben zur Verfügung stehen sollen, nicht an die Kategorien des Handlungsformensystems als solche gebunden. Nach Art. 20 III GG ist aber auch die Gesetzgebung an die verfassungsmäßige Ordnung gebunden⁴⁸³ bzw. nach Artt. 13 I 1. und 3. Spiegelstrich, II, 14 I, 16 I EUV an die Bestimmungen des europäischen Primärrechts.⁴⁸⁴ Das Handlungsformensystem hat für sich genommen keinen Verfassungsrang.⁴⁸⁵ Gleiches gilt für die bloß einfachgesetzliche und damit für den Gesetzgeber disponible Konkretisierung der Handlungsform des Verwaltungsaktes in § 35

⁴⁸³ Vgl. insbesondere zur Bindung an Art. 80 GG, wenn eine abstrakt-generelle Maßnahme in der Form des Verwaltungsaktes bzw. der Allgemeinverfügung ergehen soll *Beschorner*, Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns, S. 175, 178, 181; allgemeiner *Schenke*, NVwZ 1990, 1009, 1018; s. dazu auch noch sogleich D.I.2.

⁴⁸⁴ Auch wenn die EU nicht über eine Verfassung im klassischen Sinne verfügt, steht das Primärrecht der EU - dem GG auf nationaler Ebene vergleichbar - an der Spitze der unionsrechtlichen Normenhierarchie. An ihm muss sich das gesamte Sekundär- und Tertiärrecht messen lassen; vgl. *Schroder*, in Streinz (Hrsg), EUV/AEUV, 2. Aufl. 2012, Art. 288, Rn. 19 f.; s.a. *Schmidt-Aßmann*: in: Hofmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Voßkuhle (Hrsg.), GrdIlg. VerwR Bd. I, § 5 Rn. 10 ff.

⁴⁸⁵ *Beschorner*, Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns, S. 163 f.

VwVfG.⁴⁸⁶ Auch Art. 288 AEUV kommt, obgleich es sich um europäisches Primärrecht handelt, keine kategorische Sperrwirkung gegenüber weiteren Handlungsformen eigener Art zu. Mit Art. 288 AEUV hat der Vertragsgeber nicht die Intention verfolgt, die unionalen Handlungsformen abschließend zu regeln, sondern wollte lediglich in der Praxis häufig vorkommende Handlungsformen typisieren und ordnen. A priori kommt Art. 288 AEUV eine Sperrwirkung nur für außenverbindliche Handlungsformen zu, deren Wirkung über die in Art. 288 AEUV vorgesehenen Wirkungen hinausgehen.⁴⁸⁷ Ein Beschluss *sui generis* würde sich in den zu untersuchenden Fällen zwischen adressatenlosem Beschluss und Verordnung bewegen, so dass die Annahme eines solchen nicht von vornherein gesperrt wäre.

Der nationale wie unionale Gesetzgeber kann daher den von ihm für die Verwaltung geschaffenen Befugnissen existierende Handlungsformen zuordnen oder gar neue Handlungsformen schaffen. Weder dem deutschen noch dem Unionsrecht ist ein *Numerus clausus* von Handlungsformen zu eigen.⁴⁸⁸ Sowohl bei der Zuordnung zu

⁴⁸⁶ U. Stelkens, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 13; vgl. auch Laubinger, Das „Endviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, 2001, S. 305, 322; s.a. Schenke, NVwZ 1990, 1009, 1012; Beschorner, Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns, S. 162 f.; speziell zur Produktintervention Gurlit, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 Rn. 22; vgl. auch Hermes, in: Bourwieg/Hellermann/Hermes (Hrsg.), EnWG, 4. Aufl. 2023, § 29 Rn. 26 zu §§ 29, 60a II EnWG; gleichfalls Britz, RdE 2006, 1, 4, 8.

⁴⁸⁷ Frenz, Hdb. EuropaR Bd. 5, Rn. 1517 ff.; Szczekalla, in: Terhechte (Hrsg.), VerwaltungsR der EU, § 5 Rn. 30; Bast, in: Bogdandy/Bast (Hrsg.), Europäisches Verfassungsrecht, 2. Aufl. 2009, S. 526 ff., 545; Ruffert, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 AEUV Rn. 100; s.a. Nettesheim, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 75 f., allerdings einschränkend; ähnlich Schroeder, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 12; s.a. Glaser, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformen, S. 334 f.

⁴⁸⁸ Vgl. Ramsauer, JURIDICA International 2014, 69, 73; Schenke, NVwZ 1990, 1009, 1012; U. Stelkens, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 13; s. speziell zu exekutiven Normsetzungsformen auch Axer, Exekutive Normsetzung, S. 153 ff., 224, 229, 238, 420, 424, 431.

existierenden Handlungsformen als auch bei der Schaffung neuer Handlungsformen ist aber auch der Gesetzgeber an die rechts- und demokratiestaatlichen Grenzen gebunden, die ihm das Verfassungs- bzw. das europäische Primärrecht vorgeben.⁴⁸⁹

B. Formenmissbrauch als äußerste Grenze der Handlungsformenwahl

Die äußerste Grenze der Handlungsformenwahl bildet das Verbot des Handlungsformenmissbrauchs.⁴⁹⁰ Die Abgrenzung und Einordnung von Handlungsformen ist kein bloßer Formalismus. Mit der Wahl einer Handlungsform ist zugleich ein spezifisches Rechtsregime verbunden, das entsprechend den Charakteristika der jeweiligen Handlungsform etwa über Wirksamkeits- und Rechtmäßigkeitsvoraussetzungen, Zuständigkeit, Verfahren, Beteiligungs- und Mitwirkungsrechte, Bestandskraftfähigkeit und Rechtsschutzmöglich-

Zum Unionsrecht *Schroeder*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 12; *Szczekalla*, in: Terhechte (Hrsg.), VerwaltungsR der EU, § 5 Rn. 30; *Bast*, in: Bogdandy/Bast (Hrsg.), Europ. VerfassungsR, S. 526 ff., 545; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformen, S. 334; *Möstl*, DVBl 2011, 1076, 1079.

⁴⁸⁹ *Ramsauer*, JURIDICA International 2014, 69, 73 f.; *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 178 ff.; s.a. *Schenke*, NVwZ 1990, 1009, 1012, 1018; *Walla*, Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Dtlid., S. 74; s.a. *Axer*, Normsetzung der Exekutive, S. 41, 225 ff., 420, 424; *Beschorner*, Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns, S. 175, 178 f.; für eine weite Qualifikationsbefugnis des Gesetzgebers *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, 2000, S. 246, 248 f.; vgl. zum Rechtsetzungsrecht der Exekutive auch *Möstl*, in: auch Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 19 Rn. 8.

Nettesheim, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 76 geht für das Unionsrecht sogar davon aus, dass Art. 288 AEUV nur für weitere Handlungsformen im Innenbereich der Union und zu Drittstaaten einen Gestaltungsspielraum zulässt; s.a. *Schroeder*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 12; ebenso *Oppermann/Classen/Nettesheim*, Europarecht, 8. Aufl. 2018, § 9 Rn. 66.

⁴⁹⁰ Vgl. *Biervert*, Der Mißbrauch von Handlungsformen im Gemeinschaftsrecht, 1999, S. 28 f., 103 f., 105 ff., 113.

keiten entscheidet (sog. *Speicher- und Ordnungsfunktion*).⁴⁹¹ Dies gilt nicht nur für das deutsche, sondern in vergleichbarer Weise auch für das Unionsrecht, das in Art. 288 AEUV ausdrücklich verschiedene Handlungsformen aufzählt und definiert, an die - wie auch im Weiteren gezeigt wird - Regelungen über Zuständigkeit (Artt. 289 ff. AEUV), Verfahren (Artt. 296, 297 AEUV und Art. 41 II GRCh ff.) sowie Rechtsschutz und Bestandskraft (insb. Artt. 263 IV, VI und 277 AEUV) anknüpfen.⁴⁹²

⁴⁹¹ *Schmidt-Aßmann*, DVBl 104 (1989) 533 f.; *Hoffmann-Riem*, in: ders. (Hrsg.), *Offene Rechtswissenschaft*, 2010, Kap. 6, S. 965 Rn. 3f, 7; *U. Stelkens*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs* (Hrsg.), *VwVfG*, § 35 Rn. 6; *Remmert*, in: *Ehlers/Pünder* (Hrsg.), *Allg. VerwR*, § 17 Rn. 6 ff., 13; zu den unterschiedlichen Rechtsregimen von Allgemeinverfügung und Rechtsnorm *Laubinger*, *Das „Endivienalat-Urteil“*, in: *Arndt* (Hrsg.), *FS Rudolf*, 2001, S. 305, 314; ebenso *Schoch*, *JURA* 2012, 26 f.; s.a. *Ramsauer*, *JURIDICA International* 2014, 69, 73; *Siegel*, *Allg. VerwR*, Rn. 264; *Mutius*, in: *Menger* (Hrsg.), *FS Wolff*, S. 167, 170 f.; *Schenke*, *NVwZ* 1990, 1009, 1012, 1016; *Korte*, in: *Wolff/Bachof/Stober/Kluth* (Hrsg.), *Verwaltungsrecht I*, 13. Aufl. 2017, § 45 Rn. 81; *Wandschneider*, *Allgemeinverfügung*, S. 3; *Kresser*, *Bedeutung der Form*, S. 309 f.; allgemein *Glaser*, *Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformen*, S. 57, 60 ff., 75; *Schenke*, *VerwArch* 104 (2013), 486, 489.

⁴⁹² *Nettesheim*, in: *Grabitz/Hilf/Nettesheim* (Hrsg.), *Recht der EU*, Art. 288 AEUV Rn. 81; vgl. auch *U. Stelkens*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs* (Hrsg.), *VwVfG*, *eUR* Rn. 171, 174; *Biervert*, in: *Schwarze/Becker/Hatje/Schoo* (Hrsg.), *EU-Kommentar*, Art. 288 AEUV, Rn. 15; *Wißmann*, in: *Leible/Terhechte* (Hrsg.), *EnzEuR* Bd. 3, § 31 Rn. 7 ff.; ausführlich *Glaser*, *Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformen*, S. 409 ff., 420 ff., 432 ff., 457 ff.; *Frenz*, *Hdb. EuropaR* Bd. 5, Rn. 806 ff. speziell mit Blick auf den Rechtsschutz; *Rabe*, *Verwaltungsakt*, S. 160, 102, 104 ff. auch mit Blick auf adressatengerichteten und -losen Beschluss; *Stelkens*, *ZEUS* 2005, 61 f., 69, 81, 95, der gerade für die Abgrenzung von Einzelfallentscheidung und Rechtsnorm ausdrücklich die Speicherfunktion der Handlungsformen des Unionsrechts anspricht; *Szczekalla*, in: *Terhechte* (Hrsg.), *VerwaltungsR der EU*, § 5 Rn. 2 spricht für die Handlungsformen des Unionsrechts insoweit gleichbedeutend von einem „Vorratsspeicher“; s.a. *Bast*, in: *Bogdandy/Bast* (Hrsg.), *Europ. VerfassungsR*, S. 518 ff., 537 ff., 541 ff., der Grund und Rechtfertigung der Handlungsformenlehre im Unionsrecht wegen des weitgehend formenneutralen Rechtsschutzes (dazu noch F.III.) allerdings im spezifischen Gültigkeitsregime (Wirksamkeits- und Rechtmäßigkeitsvoraussetzungen) der Handlungsformen und insbesondere ihres Wirkungsmodus (Rechtswirkungen) sieht; einschränkend noch zum EGV *Härtel*, *Hdb. Europ. Rechtsetzung*, § 7 Rn. 2 f., 4 ff., 16 ff.; ebenso *Danwitz*, *Europ. VerwR*, S. 258 ff.; sogar a.A. bzgl. des EG-Rechts *Bumke*, in: *Schuppert/Pernice/Halter* (Hrsg.), *Europawissenschaft*, 2005, S. 643, 689.

Ein Formenmissbrauch ist jedenfalls gegeben, wenn die Verwaltung eine Maßnahme unter eine Handlungsform subsumiert, die nicht mit ihrer materiellen Rechtsnatur übereinstimmt, um bewusst handlungsformenspezifische Anforderungen für Wirksamkeit und Rechtmäßigkeit oder Kontrollmöglichkeiten zu umgehen.⁴⁹³ Einfachgesetzliche handlungsformenspezifische Vorgaben stehen zwar zur Disposition des Gesetzgebers, so dass ihm anders als der Verwaltung ein eigener Gestaltungsspielraum zukommt.⁴⁹⁴ Zumindest wenn er bewusst rechts- oder demokratiestaatlich gebotene Anforderungen abschneidet, ist aber auch ihm gegenüber der Vorwurf des Formenmissbrauchs zu erheben.⁴⁹⁵ Das Verbot des Handlungs-

Die systematische Verknüpfung von Handlungsformen mit spezifischen Rechtsregimen ist darüber hinaus nicht nur dem deutschen und unionalen Verwaltungsrecht zu eigen, sondern auch anderen mitgliedstaatlichen Verwaltungsrechtsordnungen, dazu *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformen, vgl. S. 125, 131 ff. zum frz. Verwaltungsrecht, S. 159 ff., 171 ff. zum it. Verwaltungsrecht, S. 190 ff. zum ndrl. Verwaltungsrecht, S. 219 ff., 227 ff. zum österr. Verwaltungsrecht, S. 240 ff., 249 ff. zum schw. Verwaltungsrecht, S. 269 ff., 283 zum span. Recht, zusammenfassend S. 289 f., 300 ff. 309 ff.

⁴⁹³ Vgl. allgemeiner zum Formenmissbrauch sowie kritisch zum Begriff *Pestalozza*, Formenmißbrauch des Staates, 1973, insb. S. 1, 7, 16, 66 f., 82 ff., 125 f., 127 f., 134 ff., demzufolge es auf eine subjektive Zielrichtung aber nicht ankommen soll. M.E. impliziert der Begriff *Missbrauch* allerdings einen vorsätzlichen Falschgebrauch, so dass für die unbewusst unrichtige Handlungsformenwahl der Begriff des *Formenfehlgebrauchs* treffender scheint (dazu sogleich). S.a. *Reimer*, Zur Theorie der Handlungsformen des Staates, 2008, S. 128, 133; *Ossenbühl*, JuS 1979, 681, 686 f.; *Buchwald*, RechtsT 28 (1997) 85 f.

Zum Unionsrecht: vgl. bereits zum EGV *Biervert*, Missbrauch von Handlungsformen, S. 24 ff., 103 f., 105 ff., der allerdings wie *Pestalozza* auf ein subjektives Element verzichtet; *ders.*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV, Rn. 16; s.a. *Bast*, in: Bogdandy/Bast (Hrsg.), Europ. VerfassungsR, S. 529; *ders.*, Grundbegriffe der Handlungsformen, S. 64 f.; wohl a.A. *Bumke*, in: Schuppert/Pernice/Halter (Hrsg.), Europawissenschaft, S. 643, 670 f.

⁴⁹⁴ Vgl. auch *Beschorner*, Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns, S. 163, 178; vgl. auch *Schenke*, NVwZ 1990, 1009, 1012, 1018.

⁴⁹⁵ Insbesondere für die Nichtigkeit einer Art. 80 GG umgehenden Ermächtigung zum Erlass von abstrakt-generellen Maßnahmen in der Form der Allgemeinver-

formenmissbrauchs ist eine besondere Ausprägung des allgemeinen Rechtsgrundsatzes, nicht rechtsmissbräuchlich zu handeln, der im Rechtsstaatsprinzip wurzelt.⁴⁹⁶ Im Unionsrecht findet das Verbot eines Formenmissbrauchs auch als Fall einer nach Art. 296 I AEUV untersagten unverhältnismäßigen Entscheidung über die Art des zu erlassenden Rechtsaktes Niederschlag.⁴⁹⁷

Da die Grenzen zwischen abstrakt-genereller Rechtsnorm und konkret-genereller Allgemeinverfügung bzw. adressatenlosem Beschluss fließend sind (s. 3. Teil A.III.4., B.III.4.), kann nur in eindeutigen Fällen ein intendierter Formenmissbrauch angenommen werden.⁴⁹⁸ Nach der im 3. Teil vorgenommen diffizilen Abgrenzung ist davon bei Produktintervention und Festlegung von antizyklischem Kapitalpuffer nicht auszugehen. Der bewusste Formenmissbrauch ist die äußerste, aber nicht die einzige Grenze der Handlungsformenwahl. Auch bei einer nicht intendierten, aber gleichwohl fehlerhaften Handlungsformenwahl bestehen Grenzen, die in den Funktionen der Systematisierung des Verwaltungshandelns in Handlungsformen wurzeln.

fügung *Beschorner*, Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns, S. 180, möglicherweise auch *Schenke*, NVwZ 1990, 1009, 1018.

⁴⁹⁶ *Biervert*, Missbrauch von Handlungsformen, S. 28 f., *Pestalozza*, Formenmissbrauch, S. 61, 68, 87 ff., der die Missbrauchsfigur aber vorrangig dem Zivilrecht entlehnt.

⁴⁹⁷ Vgl. *Bast*, in: Bogdandy/Bast (Hrsg.), Europ. VerfassungsR, S. 529; vgl. auch *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 81; s. i.Ü. zur Relevanz des Art. 296 I AEUV für die Handlungsformenwahl auch *Geismann*, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Band 4, Art. 288 AEUV Rn. 21; *Biervert*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV, Rn. 14.

⁴⁹⁸ Vgl. zumindest zur Allgemeinverfügung *Korte*, in: Wolff/Bachof/Stober/Kluth (Hrsg.), VerwR I, § 45 Rn. 83.

C. Speicher- und Ordnungsfunktion der Handlungsformen als rechts- und demokratiestaatlich fundierte Grenzen eines Formenfehlgebrauchs

Die Forderung, über das Verbot des zielgerichteten Formenmissbrauchs hinausgehend an einem kohärenten Handlungsformensystem festzuhalten, sollte nicht als übersteigertes (deutsches) Formen- und Systemdenken missverstanden werden. Wesentlicher Ertrag der Systematisierung von Handlungsformen ist die angesprochene *Ordnungs- und Speicherfunktion*. Dass an die Wahl der Handlungsform ein ganzes Rechtsregime anknüpft, dient zum einen der Effektivität des Verwaltungshandelns - wie es § 10 VwVfG und Art. 298 I AEUV verlangen - und gewährleistet zum anderen seine Rechtmäßigkeit sowie Rechtssicherheit. Die Zuordnung von Verwaltungshandeln und Handlungsform schafft rechtsstaatliche Vorhersehbarkeit und Kontrollierbarkeit, indem sie es Hoheitsträgern nicht freistellt, durch beliebige Wahl einer äußeren Form über die Wirkungen einer Rechtshandlung und darauf abgestimmte Wirksamkeitsvoraussetzungen, Rechtmäßigkeitsanforderungen und Kontrollmöglichkeiten zu disponieren.⁴⁹⁹ Dementsprechend stellte schon *Rudolf von Jhering* fest: „Die Form ist die geschworene Feindin der Willkür“.⁵⁰⁰

⁴⁹⁹ Vgl. *Hoffmann-Riem/Bäcker*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdLg. VerwR, Bd. II, § 32 Rn. 3 ff.; *Schmidt-Aßmann*, VerwR als Ordnungsidee, 6. Kap. Rn. 37; s.a. *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 177 ff., 183 f.; *Ossenbühl*, JuS 1979, 681, 687; *Kresser*, Bedeutung der Form, S. 310; vgl. auch *Pestalozza*, Formenmißbrauch, S. 135 f., 141 f. 165 f.; vgl. im Allgemeinen auch *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformen, S. 58, 59 f., 60 ff.

Zum Unionsrecht: vgl. *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 13; *Szczekalla*, in: Terhechte (Hrsg.), VerwaltungsR der EU, § 5 Rn. 2, 4 ff., 79 f.; *Bast*, in: Bogdandy/Bast (Hrsg.), Europ. VerfassungsR, S. 542; *ders.*, Grundbegriffe der Handlungsformen, S. 63 noch zu EG-Recht.

⁵⁰⁰ v. *Jhering*, Geist des römischen Rechts auf den verschiedenen Stufen seiner Entwicklung, Teil 2, Bd. 2, 1858, S. 497.

Die Zuweisung von Handlungsformen zu bestimmten Organen können im Gewaltengefüge rechts- und demokratiestaatlich geboten sein. Verfahrensrechte, die eine Beteiligung der Betroffenen am Entscheidungsfindungsprozess sichern, können rechts-, aber auch demokratiestaatlich veranlasst sein. Die Möglichkeit der gerichtlichen Kontrolle einer Maßnahme ist rechtsstaatliches Desiderat (Art. 19 IV GG). Letztlich findet die Systematisierung staatlichen Handelns in einem kohärenten Handlungsformensystem damit eine Verankerung im Rechtsstaats- und Demokratieprinzip.⁵⁰¹ In den Worten *Fritz Werners* ist auch hier das „Verwaltungsrecht als konkretisiertes Verfassungsrecht“⁵⁰² zu begreifen.

Auch die Wahl einer äußeren Form, die unbeabsichtigt nicht der Rechtsnatur der Maßnahme entspricht (*Formenfehlgebrauch*), sich dadurch aber gleichwohl in Inkongruenz zum bestimmungsgemäßen Rechtsregime begibt, ist daher als unzulässig anzusehen, wenn mit ihr eine nicht gerechtfertigte Verkürzung demokratie- und rechtsstaatlich gebotener Kompetenzzuweisungen, Verfahrensrechte oder Kontrollmöglichkeiten einhergeht, die ein hinreichendes Niveau an demokratischer Legitimation und Rechtsstaatlichkeit in Frage stellt.⁵⁰³ In diesem Fall gebieten Rechtsstaats- und Demokratieprin-

⁵⁰¹ Vgl. *Schmidt-Aßmann*, in: Spannowsky (Hrsg.), Festschrift Püttner, 2006, S. 3; s.a. *ders.*, DVBl 104 (1989) 533, 534 f.; s.a. *Ramsauer*, JURIDICA International 2014, 69, 74, der von Systemgerechtigkeit spricht, die als Ausprägung des Rechtsstaatsprinzips zu verstehen sein dürfte; s.a. *Hoffmann-Riem*, in: *ders.* (Hrsg.), *Offenen Rechtswissenschaft*, Kap. 6, S. 965 Rn. 7; *Biervert*, *Missbrauch von Handlungsformen*, S. 22 f.; vgl. auch *Pestalozza*, *Formenmißbrauch*, S. 135; *Wandschneider*, *Allgemeinverfügung*, S. 3.

Zum Unionsrecht: vgl. *Nettesheim*, in: *Grabitz/Hilf/Nettesheim* (Hrsg.), *Recht der EU*, Art. 288 AEUV Rn. 72; vgl. auch *Bast*, in: *Bogdandy/Bast* (Hrsg.), *Europ. VerfassungsR*, S. 542; vgl. auch *Schmidt-Aßmann/Schöndorf-Haubold*, in: *Voßkuhle/Eifert/Möllers* (Hrsg.), *Grdlg. VerwR*, Bd. I, § 5 Rn. 50 ff.

⁵⁰² *Werner*, DVBl 1959, 527.

⁵⁰³ Ähnlich *Biervert*, *Missbrauch von Handlungsformen*, S. 26, der auch die bloß objektive, unvorsätzliche Umgehung bzw. Verkürzung von Funktionen der Hand-

zip die Wahl der Handlungsform mit adäquatem Rechtsregime bzw. wenn eine solche Handlungsform nicht zur Verfügung steht, die Etablierung einer neuen Handlungsform mit spezifischem Rechtsregime.⁵⁰⁴ Lässt sich eine Maßnahme keiner etablierten Handlungsform zuordnen, kann zwar auch eine Einordnung als Handlungsform *sui generis* in Betracht kommen (s. schon oben). Allerdings geht die Annahme einer Handlungsform *sui generis* unweigerlich mit einem Verlust von Rechtssicherheit einher, da es bei ihr an einer eindeutigen Zuordnung zu einem eigens abgestimmten Rechtsregime fehlt. Es stellt sich dann stets die Frage, welche Regeln hinsichtlich Kompetenz, Verfahren und Rechtsschutz gelten sollen. Bei der Annahme einer Handlungsform *sui generis* ist daher aus Gründen der Rechtssicherheit Zurückhaltung geboten.⁵⁰⁵

Dies vorweggeschickt, könnte es in den weiter zu untersuchenden Fällen der Wahl der Allgemeinverfügung bzw. des adressatenlosen Beschlusses entgegenstehen, dass die an sie anknüpfenden Rechtsregime im Unterschied zu dem der Rechtsnorm nicht auf abstrakt-generelle, sondern allenfalls auf konkret-generelle Maßnahmen ausgerichtet sind. Ob sich insoweit eine Grenze der Handlungsformenwahl ergibt, wird im Folgenden anhand der rechts- und demo-

lungsformen als Missbrauch qualifiziert; vgl. auch *Pestalozza*, Formenmißbrauch, S. 66 f., 125 f.; vgl. auch *Möllers*, Gewaltengliederung, 2005, S. 415.

⁵⁰⁴ Vgl. *Ossenbühl*, JuS 1979, 681, 685; s.a. *Schmidt-Aßmann*, DVBl 104 (1989) 533, 534 zum Adäquanzkriterium; *ders.*, VerwR als Ordnungsidee, 6. Kap. Rn. 36, 39; ebenfalls zum Kriterium der Adäquanz *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformen, S. 57; s.a. *Dickschen*, Empfehlungen und Leitlinien, S. 79.

⁵⁰⁵ Vgl. *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 281; *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 173 f., 218; s.a. *Ramsauer*, JURIDICA International 2014, 69, 76; ablehnend etwa bzgl. der Festlegung nach § 29, 60a II EnWG wegen der Möglichkeit einer (vorweggenommen) Verordnungsubdelegation *Britz*, RdE 2006, 1, 8; s.a. *dies.*, EuZW 2004, 462, 463 f.; vgl. auch *Hermes*, in: Bourwieg/Hellermann/Hermes (Hrsg.), EnWG, § 29 Rn. 22; ohne durchgreifende Bedenken mit Blick auf die Rechtsregime von Rechtsverordnung und Allgemeinverfügung *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 247.

kratiestaatlichen Fundierung ihrer Rechtsregime - Kompetenz, Verfahren und Rechtsschutz - untersucht.

D. Kompetenzordnung als Ausprägung und Sicherung des rechtsstaatlichen Gewaltenteilungsgrundsatzes und demokratischer Legitimation

I. Art. 80 GG, Parlamentsgesetzesvorbehalt und Wesentlichkeitstheorie

1. Rechtsetzung als Aufgabe des demokratisch legitimierten Gesetzgebers und Delegationsmöglichkeit nach Art. 80 GG

Mit Blick auf die Kompetenz, abstrakt-generelle Maßnahmen zu treffen, könnte sich eine Grenze der Handlungsformenwahl aus dem Grundsatz der Gewaltenteilung in Verbindung mit dem Demokratieprinzip (Art. 20 II, III GG) ergeben.⁵⁰⁶ Gesetzgebung und Verwaltung sind im Grundgesetz in verschiedene Hände gelegt. Gesetzgebung soll grundsätzlich eine Angelegenheit der Legislative sein (Art. 76 ff. GG), während die Rechtsanwendung im Einzelfall der Exekutive zugewiesen ist (Art. 83 ff. GG).⁵⁰⁷ In strikter Ausprägung sieht der Grundsatz der Gewaltenteilung vor, dass der Erlass von abstrakt-generellen Gesetzen dem Parlament vorbehalten ist, während es der Verwaltung obliegt, diese mit konkret-individuellen Einzelakten zu vollziehen. Eine strenge - hermetisch abgeschottete - Gewaltenteilung hat sich im GG allerdings nicht durchgesetzt. Der

⁵⁰⁶ *Ramsauer*, JURIDICA International 2014, 69, 74; *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 178 f.; s.a. *Schenke*, NVwZ 1990, 1009, 1012, 1018; *Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 2 f.; *Pestalozza*, Formenmißbrauch, S. 135.

⁵⁰⁷ BVerfGE 34, 52, 59 f.; 39, 52, 59 f.; BVerfGE 95, 1, 15 f.; *Möstl*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 19 Rn. 6; *ders.*, DVBl 2011, 1076, 1078; *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 178 ff.; vgl. auch *Biervert*, Missbrauch von Handlungsformen, S. 22; *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 52 f.; vgl. auch *Schenke*, NVwZ 1990, 1009, 1012.

Gesetzgeber kann der Verwaltung den Erlass von materiellen Gesetzen in Form der Rechtsverordnung delegieren, der er wie einem Parlamentsgesetz gleichfalls eine abstrakt-generelle Wirkung beimessen kann.⁵⁰⁸ Art. 80 I 1 GG bestimmt allerdings, dass im Ausgangspunkt nur die Bundesregierung, ein Bundesminister und die Landesregierungen durch Gesetz ermächtigt werden können, Rechtsverordnungen zu erlassen. In dem Gesetz kann aber auch eine Weiterübertragung an Verwaltungsbehörden durch Rechtsverordnung (Delegationsverordnung) vorgesehen werden (vgl. Art. 80 I 4 GG). So können auch Aufsichtsbehörden wie die BaFin, um das Parlament insbesondere von fachorientierten technisch-detaillierten Regelungen zu entlasten, zum Erlass von abstrakt-generellen Rechtsverordnungen ermächtigt werden.⁵⁰⁹

Art. 80 GG enthält damit zugleich aber auch eine Grenze für die administrative Normsetzung. Verwaltungsbehörden wie die BaFin dürfen abstrakt-generelle Rechtsverordnungen nur erlassen, wenn ihnen das Recht dazu ausdrücklich aufgrund einer nach Inhalt,

⁵⁰⁸ Vgl. aus der Rspr. BVerfGE 34, 52, 59 f.; 95, 1, 15 f.; *Saurer*, Die Funktionen der Rechtsverordnung, 2005, S. 203 f., 236, 408 ff.; vgl. auch *Möstl*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 19 Rn. 3, 6, 8; *Ramsauer*, JURIDICA International 2014, 69, 70, 72, 74 auch zum Einzelfallgesetz m.w.N.; s.a. *Axer*, Normsetzung der Exekutive, S. 1 ff., 41, 227; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 11 f.; *Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 191; *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 54, 62 f.; einen weitergehenden Ansatz vertritt *Schmidt-Aßmann*, VerwR als Ordnungsidee, 6. Kap. Rn. 85, der Rechtsverordnungen nicht als delegationsbedürftige Ausnahme, sondern *gesetzesakzessorisches Institut* begreift.

⁵⁰⁹ *Möstl*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 19 Rn. 8, § 20 Rn. 1, 10; *Martini*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdIlg. VerwR Bd. II, § 33 Rn. 28; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 78 f.; *Ramsauer*, JURIDICA International 2014, 69, 81; *Danwitz*, JURA 2002, 93, 94, 96; *Walla*, DÖV 2010, 853, 854 f.; *Halfpap*, BKR 2009, 65, 66, 71; *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 55, 63 f.; *Saurer*, Die Funktionen der Rechtsverordnung, S. 202 f., 236, 404; s. insb. zur Frage, ob die Verwaltung auch nicht abstrakt-generelle Verordnungen erlassen kann *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 238 ff., 241 f. m.w.N.; s.a. *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 63, 73 f.

Zweck und Ausmaß genau umschriebenen gesetzlichen Ermächtigung (vgl. Art. 80 I 1 u. 2 GG) subdelegiert wurde.⁵¹⁰ Der BaFin wurde keine Ermächtigung subdelegiert, Produktinterventionen oder Kapitalpufferfestlegungen mittels Rechtsverordnung zu treffen.⁵¹¹

Ausdrücklich regelt Art. 80 GG aber eben nur die delegierte administrative Normsetzung in der *Form* der Rechtsverordnung. Jedenfalls nach seinem Wortlaut enthält er keine Sperrwirkung für andere abstrakt-generelle Handlungsformen der Verwaltung.⁵¹² Es ließe sich daher vertreten, dass Art. 80 GG gerade für den Fall, dass die Verwaltung eine abstrakt-generelle Regelung trifft, der äußeren Form nach aber durch eine Allgemeinverfügung - dann sui generis - handelt, keine Sperrwirkung entfaltet.⁵¹³

Gleichwohl bereitet es Unbehagen, wollte man der Finanzaufsicht durch ein extensives Verständnis der ihr zur Verfügung stehenden Handlungsformen für Einzelfallentscheidungen entgegen Art. 80 GG und der dahinterstehenden grundsätzlichen Aufgabenteilung zwi-

⁵¹⁰ *Ramsauer*, JURIDICA International 2014, 69, 79; vgl. *Möstl*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 19 Rn. 3, 6, 8, 9, § 20 Rn. 2, 10; *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 171; *Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 193; *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 63 f.; *Walla*, DÖV 2010, 853, 854 f.; s.a. *Axer*, Exekutive Normsetzung, S. 225; *Mann*, in: Sachs (Hrsg.), GG, 9. Aufl. 2021, Art. 80 Rn. 4, 14, 34; *Bauer*, in: Dreier (Hrsg.), GG, 3. Aufl. 2015, Bd. II, Art. 80 Rn. 39 f.

⁵¹¹ Zum antizyklischen Kapitalpuffer *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1225.

⁵¹² Vgl. BVerfGE 106, 275, 305 ff. - *Arzneimittelfestbetrag*; dazu *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 13; a.A. noch BSG, NZS 1995, 502, 509, vgl. mittlerweile aber auch BSGE 112, 201 Rn. 21; s. dazu kritisch *Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 218 ff., 326 f.; vgl. zur Festlegung nach § 29 EnWG aber auch BGH NVwZ 2009, 195, 196 - *EDIFACT*; s.a. *Axer*, Exekutive Normsetzung, S. 225 f.; vgl. auch *Klafki*, Risiko und Recht, 2017, S. 88 zu außerrechtswirksamen Verwaltungsvorschriften; vgl. allg. *Bauer*, in: Dreier (Hrsg.), GG, Bd. II, Art. 80 Rn. 16; anders offenbar *Martini*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdI. VerwR Bd. II, § 33 Rn. 32, 48 f.

⁵¹³ So mit Blick auf Produktinterventionen auch *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 22; mit Blick auf Kapitalpufferfestlegungen wohl auch *dies*, WM 2015, 1217, 1225; s. i.E. auch *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 248 f.

schen Gesetzgebung und Verwaltung ein eigenes Normsetzungsrecht zubilligen. Mit der Annahme der Zulässigkeit von abstrakt-generellen Allgemeinverfügungen *sui generis* käme der BaFin im Ergebnis eine *rule-making-power* zu, über die andere Finanzaufsichtsbehörden wie etwa die US-amerikanische Securities and Exchange Commission (SEC) und die britische Financial Supervision Authority (FSA)⁵¹⁴ zwar durchaus verfügen, die ihr aber von Gesetzes und Verfassung wegen nicht zusteht.⁵¹⁵

Dass auch dem deutschen Gesetzgeber zumindest im Ausgangspunkt keine Befugnis der BaFin zu abstrakt-genereller Normsetzung vorgeschwebt haben dürfte, lässt § 100 WpHG vermuten. In § 100 WpHG hat er nämlich - wie von Art. 80 GG vorgesehen - das Bundesministerium der Finanzen ermächtigt, durch Rechtsverordnung Finanztermingeschäfte zu verbieten oder zu beschränken, soweit dies zum Schutz der Anleger erforderlich ist.⁵¹⁶ Darin kann das gesetzgeberische Verständnis gesehen werden, dass ein abstrakt-generelles Verbot von Finanzprodukten, wie es etwa für CFD durch die BaFin erfolgt ist (s.o. 3. Teil A.IV.2.c.), in Gesetzesform ergehen soll und, soweit dies nicht der Gesetzgeber selbst regelt, einer Verordnung des BMFs bedarf.

⁵¹⁴ Die FSA wurde im Zuge der Neuordnung der britischen Finanzaufsicht nach der Finanzkrise 2013 aufgelöst. An ihre Stelle sind die Financial Conduct Authority (FCA) und die Prudential Regulation Authority (PRA) getreten.

⁵¹⁵ Vgl. *Walla*, DÖV 2010, 853, 854 f., 857; *ders.*, Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Dtlid., S. 52, 131; vgl. auch *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 203; zur *rule making power* von SEC und FCA, *Halfpap*, BKR 2009, 65, 66 ff.; *Schädle*, Exekutive Normsetzung in der Finanzmarktaufsicht, 2007, S. 37.

⁵¹⁶ Im Einzelnen zu dieser Möglichkeit *Mülbert*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 100 WpHG, Rn. 1 ff.; s.a. *Gurlit*, Auswahl und Einsatz von Handlungsformen am Beispiel der Finanzmarktaufsicht, in: Kahl/Mager (Hrsg.), Verwaltungshandeln, 2022, S. 131, 141.

2. Entsprechende Anwendung von Art. 80 GG für die Ermächtigung der BaFin zu normativem Verwaltungshandeln vor dem Hintergrund des Parlamentsgesetzesvorbehalts

Für die hier untersuchten Fälle, in denen die BaFin der äußeren Form nach zwar nicht mittels Rechtsverordnung, sondern mittels Allgemeinverfügung handelt, gleichwohl aber eine ordnungsgleiche abstrakt-generelle Regelung trifft, soll im Folgenden daher der Vorschlag unterbreitet werden, Art. 80 I 1 GG zumindest entsprechend auf die Ermächtigung zum normativen Verwaltungshandeln anzuwenden. Art. 80 GG ist eine Ausprägung des Parlamentsgesetzesvorbehalts.⁵¹⁷ In Gestalt der Wesentlichkeitstheorie des Bundesverfassungsgerichts weist der Parlamentsgesetzesvorbehalt im Verhältnis von Legislative und Exekutive wegen der Stellung des Parlaments als am stärksten demokratisch legitimierten Organ im Gewaltengefüge des GG diesem die Kompetenz zu, für wesentliche Angelegenheiten von allgemeiner Bedeutung und Reichweite selbst

⁵¹⁷ Zur Einordnung des Art. 80 GG als besonderer Gesetzesvorbehalt BVerfGE 49, 89, 126; ebenso *Reimer*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdI. VerwR Bd. I, § 11 Rn. 43, 69, s. differenziert zum Begriff des Gesetzesvorbehalts auch Rn. 26 f.; vgl. auch *Martini*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdI. VerwR Bd. II, § 33 Rn. 49; s.a. *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 65; *Rieckhoff*, Vorbehalt des Gesetzes in Europa, 2007, S. 12 ff., 58, 62 f.; *Orator*, Möglichkeiten und Grenzen der Einrichtung von Unionsagenturen, 2017, S. 298; *Ilgner*, Die Durchführung der Rechtsakte des europäischen Gesetzgebers durch die Europäische Kommission, 2014, S. 79; s.a. *Kment*, in: Jarass/Pieroth (Hrsg.), GG, Art. 80 Rn. 1; *Mann*, in: Sachs (Hrsg.), GG, Art. 80 Rn. 21; *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 42; *Klafki*, Risiko und Recht, 88; ausführlich, differenziert, aber i.E. wohl anders als hier vertreten zum Verhältnis von Art. 80 GG, Gesetzes- und Parlamentsvorbehalt auch m.w.N. *Axer*, Exekutive Normsetzung, S. 310 ff., 326, 332, 339 ff., 362; für die Integration der Wesentlichkeitstheorie in die Schrankentrias des Art. 80 GG *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 341, 339 m.w.N.; *Saurer*, Die Funktionen der Rechtsverordnung, S. 276 ff. mit einem Überblick verschiedener Theorien.; i.Ü. zu verschiedenen Ansätzen in Rspr. und Lit. auch *Cremer*, AöR 122 (1997), 248, 251 ff.

eine Regelung durch abstrakt-generelles Gesetz zu treffen.⁵¹⁸ Das Parlament ist hiernach gehalten, in grundlegenden normativen Bereichen alle wesentlichen Entscheidungen selbst zu treffen.⁵¹⁹ Dieser Wesentlichkeitsvorbehalt liegt der Regelung des Art. 80 GG voraus.⁵²⁰ Mithin darf nach Art. 80 I GG als besonderer Ausprägung dieses allgemeinen vorrangigen Gesetzesvorbehalts der Verwaltung vom Parlament nur die abstrakt-generelle Regelung von „Unwesentlichem“ überlassen werden.⁵²¹ Dabei muss der Gesetzgeber Inhalt, Zweck und Ausmaß der der Verwaltung erteilten Ermächtigung im Gesetz selbst bestimmen (Art. 80 I 2 GG).

Im Folgenden soll zunächst dargelegt werden, dass es sich bei den Ermächtigungen der BaFin zu abstrakt-generellen Produktinterventionen und zur abstrakt-generellen Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers um wesentliche Angelegenheiten (dazu a.) handelt, die zur Kompensation des demokratischen Legitimationsminus normativen Verwaltungshandelns (dazu b.) entsprechend Art. 80 I 2 GG nach Inhalt, Zweck und Ausmaß durch den Gesetzgeber hinreichend bestimmt geregelt sein sollten, insbesondere in Anbetracht

⁵¹⁸ Vgl. aus der Rspr. etwa BVerfGE 34, 52, 59 f.; 49, 89, 126 f.; 80, 1, 20; 95, 1, 15 f.; zur Entwicklung der Wesentlichkeitstheorie durch das BVerfG aus dem Rechtsstaats- und Demokratieprinzip auch mit Kritik etwa *Axer*, Exekutive Normsetzung, S. 313 ff., 332 ff., 353 ff.; *Reimer*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR Bd. I, § 11 Rn. 46 ff. m.w.N. zu Herleitung und Verankerung des Gesetzesvorbehalts in Gestalt der Wesentlichkeitstheorie im Demokratie- und Rechtsstaatsprinzip, s.a. Rn. 57 ff. m.w.N. zur Kritik an der Wesentlichkeitstheorie; s.a. *Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 192 f.; vgl. auch *Ramsauer*, *Juridica International* 2014, 69, 82; *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 42; *Klafki*, Risiko und Recht, S. 61 f., 84, 87 f.; *Rieckhoff*, Vorbehalt des Gesetzes, S. 51 ff., 55 ff., 62 f.; *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 53, 56 f.; zum grds. abstrakt-generellen Charakter von Gesetzen *Saurer*, Funktionen der Rechtsverordnung, S. 408 ff. m.w.N.

⁵¹⁹ BVerfGE 49, 89, 126 f.; 61, 260, 275; 84, 212, 226; 88, 103, 116; 137, 350, 363 f. - stRspr.

⁵²⁰ Vgl. *Mann*, in: Sachs (Hrsg.), GG, Art. 80 Rn. 21.

⁵²¹ Vgl. v.a. BVerfGE 49, 89, 126 f.; 58, 257, 274; *Mann*, in: Sachs (Hrsg.), GG, Art. 80 Rn. 21 f.; s.a. *Cremer*, AöR 122 (1997), 248, 251 ff. auch zu anderen Ansätzen.

der Bedeutung sowie der Technizität und Komplexität der verfolgten Ziele der Finanzaufsicht - Anleger-, Funktions- und Finanzsystemstabilitätsschutz - bei Beachtung der Bestimmtheitsanforderungen des Art. 80 I 1 GG aber rechtfertigungsfähig sind (dazu c.). Ob die der BaFin erteilten Ermächtigungen zur Produktintervention und zur Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers den Bestimmtheitsanforderungen des Art. 80 I 2 GG an Inhalt, Zweck und Ausmaß genügen, wird sodann unter E.I. untersucht.

a. Ermächtigungen zur Produktintervention und zur Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers als wesentliche Angelegenheiten

Die Ermächtigungen zu verordnungsgleichen, abstrakt-generellen Produktinterventionen und Kapitalpufferfestlegungen erlauben der BaFin die Regelung einer unbestimmten Vielzahl von Fällen für eine unbestimmte Vielzahl von Personen (s.o. 3. Teil A.IV.2.b. und c. sowie 3.b.bb.aaa. und bbb.). Sie berühren die Grundrechte der Betroffenen, in jedem Fall die Berufs- und (subsidiär) die Handlungsfreiheit der Institute und Produktinterventionen, ggf. auch der Anleger (dazu auch noch unten F.II.2.).⁵²² Mit der Kapitalpufferfestlegung wird die unternehmerische Freiheit der Institute eingeschränkt, selbst über ihre Eigenkapitalausstattung zu entscheiden. Produktinterventionen hindern nicht nur Institute daran, Finanzprodukte zu handeln, sondern auch Anleger, diese zu privaten oder sogar beruflichen Zwecken⁵²³ zu erwerben. Wegen der Breitenwir-

⁵²² Vgl. zur Produktintervention *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 28 f. allerdings ablehnend mit Blick auf Anleger; vgl. auch *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 203 f. allerdings zu Leerverkaufsverboten.

⁵²³ Vgl. zu Fällen, in denen Anleger geltend machen, sich durch Finanzgeschäfte ihren Lebensunterhalt zu finanzieren Börsenzeitung v. 05.01.2019, „BaFin plant erneute Beschränkung von CFDs für Kleinanleger“; FAZ v. 04.12.2018, „Anleger

kung und der Grundrechtsrelevanz handelt es sich damit bei den Ermächtigungen zur abstrakt-generellen Kapitalpufferfestlegung und Produktintervention um wesentliche Angelegenheiten⁵²⁴, die im Ausgangspunkt eine abstrakt-generelle Vorsteuerung (dazu noch unten E.I.) durch das stärker demokratisch legitimierte Parlament verlangen.

b. Das demokratische Legitimationsminus administrativer Normsetzung und seine Kompensation

Im Unterschied zum Parlament, das unmittelbar vom Volk gewählt wird, kann sich eine Verwaltungsbehörde wie die BaFin nur auf eine ihr durch das Parlament vermittelte demokratische Legitimation stützen.⁵²⁵ Die demokratische Legitimation deutscher Verwaltungsbehörden erfolgt auch bei Vollzug von Unionsrecht nach Maßgabe des nationalen Rechts.⁵²⁶ Sie verlangt neben der institutionell-funktionellen Legitimation, die allen Staatsgewalten zukommt, weil sie vom Verfassungsgeber installiert wurden, eine sachlich-inhaltliche sowie personell-organisatorische Rückführbarkeit der Verwaltung und ihres Handelns auf das Staatsvolk, die in ihrem Zusammenwirken ein hinreichendes Legitimationsniveau errei-

klagt gegen Anlegerschutz“, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/anleger-klagt-gegen-anlegerschutz-15922948.html>, zuletzt 02.07.2024.

⁵²⁴ Zu Grundrechtsrelevanz und Breitenwirkung als Wesentlichkeitskriterien *Reimer*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR Bd. I, § 11 Rn. 48; s.a. *Möllers*, Gewaltengliederung, S. 186, 188; für das Verständnis von wesentlich als grundrechtswesentlich aus der Rspr. etwa BVerfGE 83, 130, 142; s.a. *Klafki*, Risiko und Recht, S. 62, 87; zur Kritik am Wesentlichkeitskriterium wegen seiner Konturlosigkeit statt vieler *Axer*, Exekutive Normsetzung, S. 333 ff. m.w.N.

⁵²⁵ Vgl. *Axer*, Exekutive Normsetzung, S. 353 f. m.w.N.; vgl. auch *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 25, 61; *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 59.

⁵²⁶ *Schmidt-Aßmann/Schöndorf-Haubold*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR Bd. I, § 5 Rn. 77 ff.

chen.⁵²⁷ Die personell-organisatorische Legitimation erfolgt über eine ununterbrochene Kette von Bestellungsakten - vom Volk zum Bundestag, zum Bundeskanzler, zum Finanzminister, zu den Organen der BaFin (Präsident, Direktorium und Verwaltungsrat)⁵²⁸ bis hin zum einzelnen Amtswalter.⁵²⁹ Die sachlich-inhaltliche Legitimation erfolgt durch Bindung an das parlamentarische Gesetz (Art. 20 III GG) sowie grundsätzlich ministerielle Weisungen (vgl. Art. 65 S. 2 GG und speziell für die BaFin grundsätzlich §§ 1 I, 2 FinDAG).⁵³⁰ § 2 FinDAG ist wegen entgegenstehenden Unionsrechts allerdings nur außerhalb der Aufsichtstätigkeit der BaFin im SSM anwendbar.⁵³¹ Denn Art. 19 SSM-VO enthält das Gebot politischer Weisungsfreiheit der BaFin für ihre Tätigkeit in der Bankenunion. Allerdings soll die insoweit geringere demokratische Legitimation neben Rechenschaftspflichten und Informationsrechten⁵³² sowie Berichtspflich-

⁵²⁷ Aus der jüngeren Rspr. etwa BVerfG NVwZ 2017, 1282, 1288 Rn. 113 m.w.N.; grundlegend *Böckenförde*, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), Handbuch Staatsrecht Bd. II, 3. Aufl. 2004, § 24 Rn 14 ff.; s.a. *Schmidt-Aßmann*, AöR 116 (1991), 329, 355 f., 363 f., 366 ff.; *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 76; auch zur Kritik am *klassischen Modell* der Verwaltungslegitimation etwa *Trute*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdlg. VerwR Bd. I, § 9 Rn. 7 ff., 14, 15 ff. m.w.N.

⁵²⁸ Vgl. zu den Organen und Beamten der BaFin sowie ihrer Ernennung §§ 5 ff., 9, 9a FinDAG; s.a. zur daraus resultierenden personell-organisatorischen Legitimation *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 56 f., 61; *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 59.

⁵²⁹ *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 75 f.

⁵³⁰ Vgl. aus der jüngeren Rspr. zu beiden Legitimationssträngen wiederum BVerfG NVwZ 2017, 1282, 1288 Rn. 113 m.w.N.; *Schmidt-Aßmann/Schöndorf-Haubold*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdlg. VerwR Bd. I, § 5 Rn. 78; *ders.*, AöR 116 (1991), 329, 357 f., 360; *Trute*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdlg. VerwR Bd. I, § 9 Rn. 10 f.; *Schemmel*, Europäische Finanzmarktverwaltung, 2018, S. 368 f.; *Klafki*, Risiko und Recht, S. 63; *Orator*, Unionsagenturen, S. 297 f.; *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 59, 60; zum Weisungsrecht speziell ggü. der BaFin *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 59 f.; s.a. *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 76.

⁵³¹ *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 78.; *dies.*, Auswahl und Einsatz von Handlungsformen am Beispiel der Finanzmarktaufsicht, in: Kahl/Mager (Hrsg.), Verwaltungshandeln, 2022, S. 131, 152 f.

⁵³² Vgl. Artt. 20, 21 SSM-VO.

ten⁵³³ durch das Zustimmungsgesetz des Bundestages zur SSM-VO und die Gesetzesbindung der BaFin kompensiert werden.⁵³⁴

Gerade die von Art. 80 I 2 GG geforderte Bestimmung von Inhalt, Zweck und Ausmaß der Ermächtigung durch den Gesetzgeber scheint danach geboten und geeignet, auch verordnungsgleiches normatives Verwaltungshandeln außerhalb des unmittelbaren Anwendungsbereichs des Art. 80 GG zu legitimieren, indem sie dieses sachlich-inhaltlich vorsteuert und damit die gebotene demokratische Legitimation sicherstellt⁵³⁵. Jedenfalls vor dem Hintergrund von Parlamentsgesetzesvorbehalt und Wesentlichkeitsgebot als Ausprägung von rechtsstaatlicher Gewaltenteilung und demokratischer Legitimation muss Art. 80 GG, der nur unter bestimmten Voraussetzungen eine Delegation von unwesentlichen Rechtsetzungskompetenzen auf die Verwaltung kraft Parlamentsgesetz zulässt, danach der Annahme einer voraussetzungslosen Zulässigkeit der Ermächtigung zu abstrakt-generellen Allgemeinverfügungen *sui generis* entgegenstehen. Denn es würde der verfassungsmäßigen Kompetenzordnung, wie sie gerade auch in Art. 80 GG zum Ausdruck kommt,

⁵³³ Vgl. Art. 23 II 2 GG, §§ 3, 4 EUZBVG

⁵³⁴ BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 129 ff., 219 ff., 225, 227 f., 230 - *Bankenunion*; dazu und zur bisher nicht unstreitigen Zulässigkeit sog. ministerialfreier Räume m.w.N. *Gurlit*, WM 2020, 105, 108; für eine Rechtfertigung *dies.*, ZBB 2023, 69, 75 ff.; zuvor bereits *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 91.

⁵³⁵ *Saurer*, JZ 2007, 1073, 1074; *ders.*, Die Funktionen der Rechtsverordnung, S. 299 f., 389; *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 66; vgl. auch *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 59 f.; s.a. *Klafki*, Risiko und Recht, S. 61 f., 87 f.; *Orator*, Unionsagenturen, S. 298; *Pünder*, ZG 1998, 242 f.; allg. zur Legitimationsfunktion von Gesetzesvorbehalten wie auch Art. 80 GG *Reimer*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdI. VerwR Bd. I, § 11 Rn. 32, 43, s.a. *Martini*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdI. VerwR Bd. II, § 33 Rn. 34; *Möstl*, DVBl 2011, 1076, 1078 f., 1083.

zuwiderlaufen, gestünde man der Verwaltung losgelöst von dessen Voraussetzungen die Möglichkeit zu, Normsetzung zu betreiben.⁵³⁶

c. Erfordernis und Rechtfertigung einer überspringenden Delegation

Die Ermächtigung zu verordnungsgleichem, normativem Verwaltungshandeln außerhalb des Anwendungsbereichs des Art. 80 I 1 GG kann gerechtfertigt sein, wenn es - etwa aus strukturellen Gründen des Rechtsgebietes - erforderlich und aus verfassungsrechtlichen Gründen geboten ist⁵³⁷ und der Abweichung von der Kompetenzverteilung zwischen Legislative und Exekutive im Übrigen in Art. 80 I 2 GG vergleichbarer Weise Rechnung getragen wird. Eine unmittelbare Ermächtigung der BaFin zur Normsetzung, wie sie durch Annahme von abstrakt-generellen Allgemeinverfügungen sui generis möglich wird, ist nach Art. 80 I 1 GG nicht vorgesehen (s.o.). Es handelt sich dabei im Ergebnis nicht nur um eine sog. vorwegge-

⁵³⁶ Gegen die pauschale Ermächtigung der Exekutive zu Normsetzungsbefugnissen BVerfGE 34, 52, 60; vgl. auch *Beschorner*, Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns, S. 175, 179 f.; für eine sich aus Art. 80 GG, Parlamentsgesetzesvorbehalt und Wesentlichkeitstheorie ergebende Delegationssperre *Mann*, in: Sachs (Hrsg.), GG, Art. 80 Rn. 4, 22; *Bauer*, in: Dreier (Hrsg.), GG, Bd. II, Art. 80 Rn. 21, 32; für eine sich aus dem Gesetzesvorbehalt ergebende Delegationssperre *Reimer*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR Bd. I., § 11 Rn. 26 f., 31; vgl. dazu auch *Axer*, Exekutive Normsetzung, S. 324; vgl. auch *Martini*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR Bd. II, § 33 Rn. 32, 48 f.; *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), FS Wolff, S. 167, 179 f.; s.a. *Möllers*, Gewaltengliederung, S. 185: Parlamentsvorbehalt als Delegationssperre und Art. 80 GG als Delegationsmodus; allg. kritisch ggü. der Tendenz, exekutive Normsetzungsmöglichkeiten zu erweitern, *Möstl*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 19 Rn. 7 f.; *ders.*, DVBl 2011, 1076, 1079; vgl. auch *Ramsauer*, Juridica International 2014, 69, 82; vgl. speziell mit Blick auf die BaFin *Walla*, Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Dtl., S. 136; vgl. auch *ders.*, DÖV 2010, 853, 855, 857.

⁵³⁷ Vgl. für Rechtfertigungsbedarf und -möglichkeit *Möstl*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 19 Rn. 10; vgl. auch *Axer*, Normsetzung der Exekutive, S. 227, 424; vgl. auch *Beschorner*, Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns, S. 179.

nommene Subdelegation, bei der ein Erstdelegatar - hier etwa das BMF - nicht zur weiteren Delegation ermächtigt (Art. 80 I 4 GG), sondern dazu verpflichtet wird⁵³⁸. Vielmehr handelt es sich um eine *überspringende Delegation*, die den von Art. 80 I 1 GG vorgesehenen Erstdelegatar gänzlich auslässt.

Die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers dient der Abwehr zyklischer Systemrisiken in der Zeitdimension zum Schutz der Finanzsystemstabilität⁵³⁹; Produktinterventionen können daneben auch zum Schutz der Anleger erfolgen.⁵⁴⁰ Anleger-, Funktions- und Finanzsystemstabilitätsschutz finden zwar keinen ausdrücklichen Niederschlag im Normtext des GG. Wegen ihrer existenziellen Bedeutung für die Volkswirtschaft (s. bereits im 1. Teil B.I.) sind sie aber nichtsdestotrotz öffentliche Güter, die im elementaren Interesse des Staates und der Allgemeinheit liegen und daher von der Verfassung als Schutzgüter anzuerkennen sind.⁵⁴¹ Insbesondere die Charakteristika systemischer Risiken sowie die Komplexität und Technizität der finanzaufsichtlichen Materie insgesamt (s. bereits im 2. Teil A.III., sowie B.I.) verlangen zudem nach abstrakterer Regelung durch die mit dem erforderlichen Fachwissen ausgestattete Finanzaufsicht.⁵⁴² Hinzukommt, dass das vorrangige

⁵³⁸ Vgl. dieses Vorgehen bei Festlegungen nach § 29 EnWG befürwortend *Britz*, EuZW 2004, 462, 464; *Ludwigs*, EnWZ 2019, 160, 161.

⁵³⁹ Siehe auch schon 3. Teil A.IV.3.b.bb.aaa. und bbb.

⁵⁴⁰ Siehe Artt. 40, 41, 42 MiFIR und Artt. 16, 17 PRIIP jeweils Abs. 2 lit. a) Alt. 1 - 3.

⁵⁴¹ Für eine verfassungsrechtliche Anerkennung der Finanzsystemstabilität als Verfassungsgut wohl auch BVerfG, Urt. v. 07.11.2017 - 2 BvE 2/11, Rn. 312 f.; dafür offenbar auch *Calliess*, VVDStRL 71 (2012), S. 113, 118 f., 140; vgl. auch *Kaufhold*, Systemaufsicht, S. 188 ff., 210 ff., 226, 233 ff., 244 f., die zwar eine allgemeine ungeschriebene verfassungsrechtliche Verantwortung zum Schutz der Finanzsystemstabilität, der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte und der Finanzkunden ablehnt, eine konkrete Verantwortung aber aus Artt. 14 und 12 GG sowie dem Sozialstaatsprinzip herleitet.

⁵⁴² Siehe allg. zu Bedarf und Rechtfertigung administrativer Normsetzung aus dem Erfordernis spezifischen Fachwissens *Trute*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR Bd. I, § 9 Rn. 32; vgl. insoweit auch zur Entwicklung eines Modells

Unionsrecht vorgibt, dass die Produktintervention (vgl. Artt. 42 I, 2 I Nr. 18 MiFIR) und die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers (vgl. Artt. 136 I, 139 II, 3 I Nr. 36, 4 I CRD IV) durch die zuständige Behörde - nach § 6 V 1 WpHG und § 6 I 2 KWG die BaFin - und damit eben nicht durch die Regierung respektive das jeweilige Ministerium erfolgt (s. bereits im 2. Teil B.II.). Für die Annahme der Erforderlichkeit und Rechtfertigungsfähigkeit einer Abweichung vom vorgesehenen Kreis der Erstdelegatäre spricht insoweit auch der Grundsatz der Europarechtsfreundlichkeit des GG⁵⁴³, der in Art. 23 I GG verankert und daher gleichfalls von Verfassungsrang ist. Zu berücksichtigen ist des Weiteren, dass die demokratische Legitimation der administrativen Normsetzung formal sogar „unmittelbarer“ ist, wenn sie direkt durch das besonders legitimierte Parlament unter Auslassung eines Entscheidungsspielraums eines zwischengeschalteten, schwächer legitimierten Erstdelegatärs erfolgt.⁵⁴⁴ Daher kann die Abweichung als von Verfassung wegen erforderlich und rechtfertigungsfähig angesehen werden.

Die grundgesetzliche Kompetenzordnung nach dem Parlamentsgesetzesvorbehalt ist dabei aber nur gewahrt - und damit keine

funktionsadäquater Aufteilung der Rechtssetzung zwischen Legislative und Exekutive *Martini*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdlg. VerwR Bd. II, § 33 Rn. 50 f. m.w.N.

⁵⁴³ Vgl. grundlegend BVerfGE 123, 267, 346 f., 354 - *Lissabon*; BVerfGE 126, 286, 301 f., 303 - *Honeywell*.

⁵⁴⁴ Vgl. die ähnliche Argumentationslinie für eine jedenfalls ausnahmsweise Zulässigkeit einer vorweggenommenen Subdelegation für Festlegungen nach § 29 EnWG bei *Britz*, EuZW 2004, 462, 464; zustimmend *Ludwigs*, EnWZ 2019, 160, 162; die Zulässigkeit einer vorweggenommenen Subdelegation allg. verneinend *Ossenbühl*, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), Hdb. StaatsR Bd. V, 3. Aufl. 2007, § 103 Rn. 37; *Brenner*, in: Huber/Voßkuhle (Hrsg.), GG, Bd. 2 Art. 20-82, 8. Aufl. 2024, Art. 80 Rn. 53, 64; *Bauer*, in: Dreier (Hrsg.), GG, Bd. II, Art. 80 Rn. 22, 40 m.w.N.; s.a. *Halfpap*, Kapitalmarktaufsicht in Europa und den USA, 2007, S. 206 f.; *Danzwitz*, JURA 2002, 93, 96; ebenso die Möglichkeit einer unmittelbaren Subdelegation ablehnend *Mann*, in: Sachs (Hrsg.), GG, Art. 80 Rn. 14; vgl. auch *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 55.

Sperrwirkung für eine Ermächtigung zum Handeln durch abstrakt-generelle Allgemeinverfügung sui generis anzunehmen -, wenn der Gesetzgeber zur Kompensation der demokratischen Defizite der administrativen Normsetzung, soweit ihm dies in Anbetracht der zu regelnden Sachmaterie möglich ist, entsprechend Art. 80 I 2 GG die Grundlage für das normative Handeln der Verwaltung nach Zweck, Inhalt und Ausmaß sowie verfahrensmäßige Anforderungen selbst hinreichend bestimmt ausgestaltet hat und ein effektiver Rechtsschutz gewährleistet ist.⁵⁴⁵ Die Frage, ob dies auf die zu untersuchenden finanzaufsichtlichen Befugnisse zutrifft, ist Gegenstand der folgenden Abschnitte zur gesetzgeberischen Vorsteuerung der Befugnisse und Ausgestaltung des Verfahrens (s. E.I.) sowie zum Rechtsschutz (s. sodann F.I.)

II. Art. 290 AEUV und institutionelles Gleichgewicht

Dem Gewaltenteilungsgrundsatz ähnlich steht die Aufgabenverteilung zwischen Organen der EU unter dem Primat des *institutionellen Gleichgewichts*. Dieser besagt, dass die Verträge der EU ein System der Zuständigkeitsverteilung errichtet haben, das jedem

⁵⁴⁵ Vgl. für vergleichbare Anforderungen BVerfGE 106, 275, 305 ff. - *Arzneimittelfestbetrag* zur Festbetragsfestsetzung nach § 35 SBG V mittels Allgemeinverfügung; dazu *Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 222 ff. m.w.N.; vgl. so auch BGH NVwZ 2009, 195, 196 - *EDIFACT* zu Festlegungen nach § 29 EnWG mittels Allgemeinverfügung; s. i.E. wie hier für eine entsprechende Anwendung von Art. 80 GG (sowie Art. 82 GG) auf andere Formen delegierter Normsetzung, allerdings mit anderer Begründung *Axer*, Exekutive Normsetzung, S. 225 ff., 235, 362, 424; s.a. *Klafki*, Risiko und Recht, S. 88 f.; zur Möglichkeit ersatzweiser prozeduraler Legitimation *Schmidt-Aßmann/Schöndorf-Haubold*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR Bd. I, § 5 Rn. 78a f.; vgl. auch *Möstl*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 19 Rn. 20 f., § 20 Rn. 5; s.a. *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtssetzung, S. 61 f.; sowie *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 26, 136 f. unter Verweis auf *Bogdandy*, a.a.O., S. 70 ff., s.a. S. 432 f.; zur sog. Output-Legitimation durch höhere Expertise, auf die im Folgenden nicht weiter eingegangen wird, mit Kritik *Klafki*, Risiko und Recht, S. 94 ff. m.w.N.

Organ seinen eigenen Auftrag zuweist. Zwischen den Organen besteht ein Gleichgewicht, nach dem jedes Organ seine Befugnisse unter Beachtung der Zuständigkeiten der anderen Organe ausübt.⁵⁴⁶ Dieses institutionelle Gleichgewicht ist immer dann betroffen, wenn Befugnisse, die einem Organ vorbehalten sind, einem anderen Organ oder einer sonstigen Einrichtung übertragen werden, so dass es zu einer Kompetenzverschiebung kommt.⁵⁴⁷

1. Die Aufgabe der Normsetzung im institutionellen Gefüge der EU: Art. 290 AEUV, Meroni und Romano

Für die Befugnis zur Normsetzung finden sich Anknüpfungspunkte des institutionellen Gleichgewichts in Art. 289 AEUV und Art. 290 AEUV. Hieraus ergibt sich, dass der Erlass von Rechtsakten mit allgemeiner, d.h. abstrakt-genereller, Geltung im Grundsatz dem „ordentlichen“ Gesetzgeber - also Rat und Parlament (vgl. auch Artt. 14 I 1, 16 I 1 EUV) - zugewiesen ist, während ihre konkretisierende und individualisierende Vollziehung im Einzelfall der Verwaltung - insbesondere der Kommission (vgl. auch Art. 17 I 5 EUV) - obliegen soll.⁵⁴⁸

⁵⁴⁶ Aus der Rspr. etwa EuGH, Urt. v. 22.05.1990, Rs. C-70/88, Slg. 1990, I-2041, Rn. 21 f.; EuGH, Urt. 06.05.2008, Rs. C-133/06, Slg. 2008, I-3189, Rn. 57; *Manger-Nestler*, ZEuS 2015, 315, 322; *Calliess*, in: *Calliess/Ruffert* (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 13 EUV Rn. 11, 15, 17 f.; ausführlich zu dogmatischer Einordnung, Herleitung, Entwicklung und Funktionen *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht und EU-Agenturen, 2015, S. 1, 31 ff., 57, 58 ff., 69, 70 ff., 85 ff.; s. auch schon *Goeters*, Das institutionelle Gleichgewicht, 2008, S. 215, 243 ff., 248 ff., 271.

⁵⁴⁷ *Manger-Nestler*, ZEuS 2015, 315, 322; *Calliess*, in: *Calliess/Ruffert* (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 13 EUV Rn. 11, 16; *Lange*, JuS 2019, 759, 762; s.a. *Kaufhold*, Systemaufsicht, S. 274.

⁵⁴⁸ *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 33 ff., 39 ff.; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 11 f., 14, 23 f., 34 f., 61; *Lange*, JuS 2019, 759; *Weiß*, EuR 2016, 631, 642; *Gärditz*, DÖV 2010, 453, 454; vgl. auch v. *Achenbach*, Demokratische Gesetzgebung in der Europäischen Union, 2014, S. 36, 48, 50; vgl. zur Gewaltenteilung im Unionsrecht und zur Verwaltungsaufgabe der Kommission auch *Schmidt-Aßmann/Schöndorf-Haubold*, in: *Voßkuhle/Eifert/Möllers* (Hrsg.), Grdlg. VerwR Bd. I, § 5 Rn. 23b, 29, 54 f.

Art. 290 I UA 1 AEUV räumt dem Gesetzgeber zwar die Möglichkeit ein, den Erlass von Rechtsakten mit allgemeiner Geltung zu delegieren und sich so von der Notwendigkeit zu entlasten, alle Aspekte selbst zu regeln; ausdrücklich erlaubt er aber nur eine Delegation an die Kommission und Art. 290 I UA 2 S. 2 AEUV stellt ausdrücklich klar, dass dem Unionsgesetzgeber die Entscheidung über „wesentliche Aspekte“ vorbehalten bleiben muss. Wesentlich i.S.v. Art. 290 I UA 2 S. 2 AEUV sollen nach der gefestigten Rechtsprechung des EuGHs politische Grundentscheidungen sein.⁵⁴⁹

Vor dem Hintergrund des von den EU-Verträgen insoweit etablierten institutionellen Gleichgewichts hat auch die sog. *Meroni*-Doktrin des EuGHs weiterhin ihre Daseinsberechtigung. Hiernach sollten im institutionellen Gleichgewicht der EU-Verträge gerade politische Ermessensentscheidungen den Vertragsorganen vorbehalten sein. Durch Sekundärrecht geschaffenen Einrichtungen durften daher nur tatbestandlich genau umgrenzte Ausführungsbefugnisse übertragen werden, die diesen eben keinen eigenen politischen Ermessensspielraum gewähren und gegen die eine Rechtsschutzmöglichkeit vor dem EuGH besteht;⁵⁵⁰ dies soll auch Befugnisse umfassen,

⁵⁴⁹ Aus der Wesentlichkeitsrechtsprechung des EuGHs etwa EuGH, Urt. v. 17.12.1970, Rs. C-25/70, Slg. 1970, 1161 Rn. 6; EuGH, Urt. v. 27.10.1992, Rs. C-240/90, Slg. 1992, I-5383 Rn. 37; EuGH, Urt. v. 06.12.2005, Rs. C-66/04, Slg. 2005, I-10553 Rn. 48 = JZ 2006, 358 m. Anm. *Ohler*, JZ 2006, 359, 361; EuGH, Urt. v. 06.05.2008, Rs. C-133/06, Slg. 2008, I-3189 Rn. 45; EuGH, Urt. v. 05.09.2012, C-355/10, ECLI:EU:C:2012:516, Rn. 64 f.; dazu *Kollmeyer*, *Delegierte Rechtsetzung in der EU*, 2015, S. 235 ff.; *König/Kleinlein*, in: *Schulze/Janssen/Kadelbach* (Hrsg.), *Europarecht*, § 2 Rn. 97; *Hetmeier*, in: *Lenz/Borchardt* (Hrsg.), *EU-Verträge*, 6. Aufl. 2012; Art. 290 Rn. 5, 10; *Möllers/v. Achenbach*, *EuR* 2011, 39, 49; *Greiner*, *Die Reform der Komitologie durch den Vertrag von Lissabon*, 2018, S. 82 f.; *Frenz*, *Hdb. EuropaR* Bd. 5, Rn. 1225; *Rieckhoff*, *Vorbehalt des Gesetzes*, S. 177 f.

⁵⁵⁰ Vgl. EuGH, Urt. v. 13.06.1958 - C-9/56, Slg. 1958, 00011, S. 40, 43 ff. - *Meroni*; zur *Meroni*-Doktrin: *Ohler*, *JZ* 2014, 249; *Manger-Nestler*, *GPR* 2014, 141; *Ruffert*, *JuS* 2014, 279, 280; *Kohtamäki*, *EuR* 2014, 321, 327; *Weiß*, *EuR* 2016, 631, 652; *Manger-Nestler*, *ZEuS* 2015, 315, 329 f.; *Siekmann*, *IMFS WP* No. 47 (2011),

Rechtsakte mit allgemeiner Geltung und weiten Ermessensspielräumen zu erlassen, womit die Meroni-Doktrin gerade auch für Quasi-Rechtsetzungsbefugnisse von vom Unionsgesetzgeber geschaffenen und ermächtigten Sekundärrechtsgeschöpfen wie den ESAs Geltung beansprucht.⁵⁵¹ In der Rechtssache *Romano* hatte der EuGH dementsprechend auch schon speziell mit Blick auf Normsetzungsbefugnisse entschieden, dass öffentlich-rechtlichen, von den Vertragsorganen verselbstständigten Einrichtungen keine Befugnisse übertragen werden dürften, „Rechtsakte mit normativem Charakter“, d.h. mit abstrakt-genereller Wirkung, zu erlassen, da gegen solche nach dem EGV keine Rechtsschutzmöglichkeit gegeben war.⁵⁵²

S. 70 ff.; auch zu den weiteren Meroni-Kriterien und der Folgerechtsprechung *Orator*, Unionsagenturen, S. 228 ff., 274; s.a. *Görisch*, Demokratische Verwaltung durch Unionsagenturen, 2009, S. 362 ff.; *Goeters*, Das institutionelle Gleichgewicht, S. 206 ff.; *Wörner*, Rechtlich weiche Verhaltenssteuerungsformen Europäischer Agenturen als Bewährungsprobe der Rechtsunion, 2017, S. 305 ff.; ausführlich zur Grundlegung und Weiterentwicklung *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 70 ff., s.a. 111 ff. für die grundsätzliche Zulässigkeit der Errichtung von Einrichtungen neben den Organen der EU.

⁵⁵¹ Vgl. insb. EuGH, Urt. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12 Rn. 41 ff., 63, 66 - *ESMA*, der die Meroni-Doktrin trotz z.T. ausdrücklich festgestellter Unterschiede zur Entscheidung Meroni gleichwohl auf die Befugnis der ESMA anwendet, Rechtsakte mit allgemeiner Geltung zu erlassen; für eine Übertragung der Meroni-Doktrin auch auf sekundärrechtliche Einrichtungen der EU: *Lange*, JuS 2019, 759, 761 f.; *Bergold/Wendt*, EuR 2019, 86, 102; *Weiß*, EuR 2016, 631, 653 f.; *Skowron*, EuZW 2014, 349, 350; *Ehlers/Pünder*, in: dies. (Hrsg.), Allg. VerwR, § 5 Rn. 42; *Kaufhold*, Systemaufsicht, S. 276 ausdrücklich auch zur Erstreckung auf Rechtsetzungsbefugnisse; *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 308 ff., 314 ff. auch zu möglichen Modifikationen durch die ESMA-Entscheidung; vgl. auch zu anderen Ansätzen *Siekmann*, IMFS WP No. 47 (2011), S. 74 ff.; ebenso *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 126 ff., 164; s. auch *Manger-Nestler*, ZEuS 2015, 315, 330 f. m.w.N. zu Bestrebungen, die Meroni-Doktrin vor dem Hintergrund eines durch den AEUV geänderten Rechtsrahmen aufzugeben; auch dazu mit Kritik *Orator*, Unionsagenturen, S. 243, 262 ff., 284; s.a. *Schemmel*, Europ. Finanzmarktverwaltung, S. 344 ff.

⁵⁵² EuGH, Urt. v. 14.05.1981, Rs. 98/80, Slg. 1981, 1241, Rn. 20 - *Romano*; *Orator*, Unionsagenturen, S. 253 f.; *Siekmann*, IMFS WP No. 47 (2011), S. 73; *Manger-*

2. Die Bedeutung des Art. 290 AEUV für die administrative Normsetzung der ESAs

Unter Zugrundelegung von Meroni und Romano könnte es demnach mit dem Grundsatz des insoweit in Art. 290 AEUV fundierten institutionellen Gleichgewichts kollidieren, wenn verselbstständigten Einrichtungen wie den ESAs Entscheidungen mit normativem Charakter und weitem politischen Ermessensspielraum übertragen werden. Neben dem ausdrücklichen und rechtsstaatlich gebotenen Bestreben, Rechtsschutz sicherzustellen (dazu noch F.III.), kann man hier ebenfalls die unausgesprochene Erwägung erkennen, dass auch das institutionelle Gleichgewicht gebietet, solche Befugnisse Organen vorzubehalten, die über eine bestimmte demokratische Legitimation verfügen.⁵⁵³

a. Ermächtigung zu Produktinterventionen mit allgemeiner Geltung als wesentliche Angelegenheit

Mit der Verabschiedung der Grundrechtecharta der EU sind zu wesentlichen politischen Grundentscheidungen insbesondere grundrechtsrelevante Fragen zu zählen. Dies verdeutlicht Art. 52 I

Nestler, ZEuS 2015, 315, 331; *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 76 f.; s.a. *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 292; *Ohler*, JZ 2014, 249, 250.

⁵⁵³ In diese Richtung insb. *Görisch*, Demokratische Verwaltung durch Unionsagenturen, 2009, S. 345 f., 362, 369 ff., 380 ff.; *ders.*, JURA 2012, 42, 48; vgl. auch *Siekmann*, IMFS WP No. 47 (2011), S. 71 ff.; s.a. *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 237; *Orator*, Unionsagenturen, S. 239, 281, 283; allg. für eine Herleitung des institutionellen Gleichgewichts aus Demokratie- und Rechtsstaatsgrundsätzen auch *Manger-Nestler*, ZEuS 2015, 315, 322; vgl. auch *Weiß*, EuR 2016, 631, 654, 657; mit Blick auf parlamentarische Beteiligungsrechte hat auch der EuGH den Grundsatz des institutionellen Gleichgewichts später an das Demokratieprinzip angeknüpft, so etwa EuGH, Urt. v. 11.11.1997, Rs. C-408/95, Slg. 1997 I-6315, Rn. 45 m.w.N. Auch BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 135 ff., 137 - *Bankenunion* recurriert auf die Meroni-Doktrin vor dem Hintergrund des Erfordernisses demokratischer Legitimation unionalen Verwaltungshandelns.

GRCh, nachdem jede Einschränkung der Grundrechte gesetzlich vorgesehen sein muss. Wesentlich ist daher auch im Unionsrecht u.a. was grundrechtsrelevant ist.⁵⁵⁴

Produktinterventionen sind geeignet, Grundrechte nach der GRCh, die unternehmerische Freiheit (Art. 16 GRCh) der Anbieter von Finanzprodukten sowie ggf. die Privatautonomie ihrer Kunden (s.a. noch F.II.2.) zu beschränken.⁵⁵⁵ Bei der Ermächtigung zu abstrakt-generellen Produktinterventionen handelt es sich damit im Ausgangspunkt um eine wesentliche Angelegenheit, für die Art. 290 I UA 2 S. 2 AEUV zu entnehmen ist, dass die wesentlichen Aspekte dem Gesetzgebungsakt (dazu noch E.II.) vorbehalten sind und allenfalls der Kommission die Befugnis delegiert werden dürfte, Rechtsakte mit allgemeiner Geltung zu erlassen, die nicht-wesentliche Vorschriften des betreffenden Gesetzgebungsaktes ergänzen oder ändern. Den ESAs dürften im Umkehrschluss hierzu und unter Heranziehung der Meroni- und Romano-Grundsätze demgegenüber nur tatbestandlich genau umgrenzte Ausführungsbefugnisse ohne politische Ermessensspielräume eingeräumt werden. Nach der vorge schlagenen Abgrenzungssystematik ermächtigen Artt. 40 I, 41 I MiFIR und Art. 16 I 1 PRIIP nun aber die ESAs, abstrakt-generelle Produktinterventionen zu erlassen (hierzu 3. Teil B.IV.2.a. und b.),

⁵⁵⁴ Vgl. EuGH, Urt. v. 05.09.2012, C-355/10, ECLI:EU:C:2012:516, Rn. 64 f., 77 f.; dazu und dafür *Schemmel*, Europ. Finanzmarktverwaltung, 240 f.; *Kollmeyer*, Delegierte Rechtsetzung, S. 249 ff., 256; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 25; *Greiner*, Reform der Komitologie, S. 85 f., 88 f.; *Lange*, in: Leible/Terhechte (Hrsg.), EnzEuR Bd. 3, § 31 Rn. 46; *Weiß*, EuR 2016, 631, 644; *Lange*, JuS 2019, 759, 760; früher bereits *Ohler*, JZ 2006, 359, 361; s. auch schon *Rieckhoff*, Vorbehalt des Gesetzes, S. 189 ff., 192, 195; *Ilgner*, Durchführung der Rechtsakte des europ. Gesetzgebers, S. 88 f., 204; wohl noch a.A. *Martini*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdIlg. VerwR Bd. II, § 33 Rn. 174.

⁵⁵⁵ Vgl. zum Leerverkaufsverbot des Art. 12 LeerverkaufsVO, bei dem es sich i.E. um nichts anderes handelt als eine spezielle gesetzgeberische Produktintervention, *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 265 ff., s.a. 249 ff. zu möglichen Verletzungen von Grundfreiheiten.

so dass es entscheidend darauf ankommen könnte, ob ihnen hierbei auch noch politische Ermessensspielräume zukommen.

Allerdings sehen die Produktinterventionsbefugnisse der ESAs nicht vor, dass sie, wie es in Art. 290 I UA 1 AEUV ausdrücklich heißt, Vorschriften des betreffenden Gesetzgebungsaktes - hier der MiFIR - ergänzen oder gar ändern dürfen, sondern ermächtigt sie „lediglich“ dazu, in den von der MiFIR gesteckten Grenzen eine eigene Regelung zu treffen. Mithin handelt es sich jedenfalls nicht um einen unmittelbaren Anwendungsfall von Art. 290 AEUV.⁵⁵⁶ Art. 290 AEUV könnte aber in seiner Ausprägung des institutionellen Gleichgewichts als abschließende Regelung der Delegation von Normsetzungsbefugnissen über seinen unmittelbaren Anwendungsbereich hinaus zu begreifen und ihm damit eine allgemeine Sperrwirkung auch gegenüber anderen Formen delegierter Normsetzung beizumessen sein.

b. ESMA-Entscheidung und Kritik

In seiner *ESMA-Entscheidung* leitet der EuGH aus Artt. 263 I und 277 AEUV demgegenüber allerdings die Möglichkeit her, EU-Einrichtungen auch die Befugnis zu übertragen, Rechtsakte mit allgemeiner Geltung zu erlassen. Seit der Romano-Entscheidung sind die Rechtsschutzmöglichkeiten ausgebaut worden. Artt. 263, 265 und 267 AEUV sehen Rechtsschutz nicht mehr nur gegen Hand-

⁵⁵⁶ So zu Art. 28 LeerverkaufsVO wohl EuGH, Urt. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12 Rn. 83 - *ESMA*; deutlicher GA *Jääskinen*, Schlussanträge v. 12.09.2013 in der Rs. C-270/12 Rn. 89; zu den Begriffen Änderung und Ergänzung *Greiner*, Reform der Komitologie, S. 66 ff.

Die nur oberflächliche Auseinandersetzung des EuGHs mit der Bedeutung von Art. 290 f. AEUV für Befugnisdelegationen kritisiert zurecht *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 294 ff., 298; s.a. *Orator*, Unionsagenturen, S. 247 f., 249; ebenfalls kritisch *Schemmel*, Europ. Finanzmarktverwaltung, S. 352: „kurz angebunden“.

lungen von Organen, sondern auch von Einrichtungen und sonstigen Stellen der EU vor. Unter den pauschalen Begriff der Handlung lassen sich auch Rechtsakte mit allgemeiner Geltung fassen. Art. 277 AEUV spricht sogar ausdrücklich „von einem Organ, einer Einrichtung oder einer sonstigen Stelle der Union erlassene Rechtsakte mit allgemeiner Geltung“ an. Zwar geht insbesondere Art. 277 AEUV damit gleichzeitig von der Möglichkeit aus, dass vertragsfremde Einrichtungen Rechtsakte mit allgemeiner Geltung erlassen können.⁵⁵⁷ Ausdrücklich ist eine solche Befugnis oder auch nur die Möglichkeit, vertragsfremde Einrichtungen mit einer solchen Befugnis auszustatten, aber nicht geregelt. Von einer bestehenden Rechtsschutzmöglichkeit kann nicht automatisch auf eine entsprechende Befugnis geschlossen werden.⁵⁵⁸ Dagegen spricht auch, dass anderen „sonstigen Stellen“ - wie von der Kommission geschaffenen Ämtern - trotz Aufzählung in Art. 277 AEUV unstrittig keine Befugnis zuerkannt wird, Rechtsakte mit allgemeiner Geltung zu erlassen. Mit der Aufzählung von Einrichtungen und sonstigen Stellen neben den Organen sollten diese nicht zur Rechtsetzung befugt werden, sondern insbesondere in Reaktion auf die Ausstattung vertragsfremder Einrichtungen mit Hoheitsbefugnissen der von Art. 263 AEUV vorgesehene umfassende Rechtsschutz klargestellt werden.⁵⁵⁹ In systematischer Hinsicht spricht gegen die Argumentation

⁵⁵⁷ EuGH, Urt. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12 Rn. 65 ff., 79 f. - ESMA; zustimmend *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 134 f.; s. dazu auch *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 237; *Ruffert*, JuS 2014, 279, 280 f.; *Manger-Nestler*, ZEuS 2015, 315, 332; *Kaufhold*, Systemaufsicht, S. 275 f.; vgl. auch *Lange*, JuS 2019, 759, 761; befürwortend *Weiß*, EuR 2016, 631, 647 f.

⁵⁵⁸ *Manger-Nestler*, GPR 2014, 141, 142; *Ruffert*, JuS 2014, 279, 281; *ders.*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), Art. 290 AEUV Rn. 8; *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 238 f.

⁵⁵⁹ *Orator*, EuZW 2013, 852, 855; *ders.*, Unionsagenturen, S. 248; *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 238; s.a. *Gaitanides*, in: Von der Groben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Art. 263 AEUV Rn. 14; *Ruffert*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), Art. 290 AEUV Rn. 8.

des EuGHs die Stellung von Art. 277 und Art. 290 im AEUV. Art. 290 AEUV, der die Ermächtigung der Kommission, Rechtsakte mit allgemeiner Geltung zu erlassen, ausdrücklich vorsieht, ist im 2. Kapitel von Titel I des 6. Teils des AEUV geregelt, das gerade die „Rechtsakte der Union“ zum Gegenstand hat. Demgegenüber findet sich Art. 277 AEUV im 1. Kapitel, Abschnitt 5 „Der Gerichtshof der Europäischen Union“, der nur den Rechtsschutz gegen Rechtsakte der Union betrifft.⁵⁶⁰

Vor dem Hintergrund des Wortlauts des Art. 290 AEUV kann es schwerlich überzeugen, dass vertragsfremde Einrichtungen ohne ausdrückliche Ermächtigung und Regelung im Vertragstext allein aufgrund einer Erwähnung in Art. 277 AEUV zum Erlass von Rechtsakten mit allgemeiner Geltung ermächtigt werden können sollen.⁵⁶¹ Insbesondere die gewichtigen Ziele der Finanzsystemstabilität, des Funktions- und Anlegerschutzes sowie die Komplexität und Technizität der Materie (vgl. 1. Teil B. sowie 2. Teil A.III. und B.I.) mögen die Befugnis zum abstrakt-generellen Verbot bestimmter Finanzinstrumente erfordern. Die Finanzaufsichtsbehörden sind wegen ihres umfangreichen Fachwissens auch prädestiniert, solche Verbote zu erlassen.⁵⁶² Selbst wenn die Regelungsmaterie fachlich und technisch auch noch so kompliziert ist und nur die Finanzaufsichtsbehörden über das erforderliche spezifische technische Regulierungsfachwissen verfügen, ergibt sich aus einem bloß tatsächlichen Bedürfnis aber noch keine entsprechende Befugnis.⁵⁶³

⁵⁶⁰ *Skowron*, EuZW 2014, 349, 353.

⁵⁶¹ *Kaufhold*, Systemaufsicht, S. 277, 279 f.; *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 239, 241; vgl. *Skowron*, EuZW 2014, 349, 353; vgl. kritisch auch *Martini*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR Bd. II, § 33 Rn. 184; *Orator*, Unionsagenturen, S. 250, 405; s.a. *Görisch*, JURA 2012, 42, 47.

⁵⁶² Vgl. EuGH, Urt. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12 Rn. 83 ff. - *ESMA*.

⁵⁶³ *Kaufhold*, Systemaufsicht, S. 279; *Ohler*, JZ 2014, 249, 251; vgl. *Ruffert*, JuS 2014, 279, 281; *ders.*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), Art. 290 AEUV Rn. 8; vgl. auch *Kohtamäki*, EuR 2014, 321, 330; *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 328;

Dass auch dem Unionsgesetzgeber zumindest im Ausgangspunkt keine Ermächtigung der ESAs zur abstrakt-generellen Normsetzung vorgeschwebt haben dürfte, lassen Artt. 9 V, 18 IV ESA-VO vermuten. Art. 18 IV ESA-VO sieht vor, dass die ESAs im Krisenfall⁵⁶⁴ einen „an einen Finanzmarktteilnehmer gerichteten Beschluss im Einzelfall“ erlassen, also eine individuell-konkrete Maßnahme treffen. Nach Art. 9 V UA 4 ESA-VO überprüfen die ESAs zwar auch, ob es notwendig ist, bestimmte Arten von Finanztätigkeiten zu verbieten; Art. 9 V UA 4 ESA-VO sieht aber vor, dass wenn eine ESA dies für nötig hält, sie lediglich die Kommission informiert, damit diese ggf. ein Gesetzgebungsverfahren initiiert.

c. Sperrwirkung des Art. 290 AEUV über seinen unmittelbaren Anwendungsbereich hinaus

Selbst wenn der EuGH mit der ESMA-Entscheidung seine Romano-Rechtsprechung (s.o.) aufgeben wollte, lässt sich gegen die Ermächtigung der ESAs, quasi-legislative Rechtsakte mit allgemeiner Geltung zu erlassen, nichtsdestoweniger das institutionelle Gleichgewicht anführen, wie es sich insoweit aus Art. 290 AEUV ergibt.⁵⁶⁵ Nach Art. 290 AEUV gelten für die Delegation administrativer Rechtsetzung strenge - Art. 80 GG ähnelnde - Anforderungen. Die Befugnis, Rechtsakte mit allgemeiner Geltung zu erlassen, darf nur auf die Kommission und nur zur Ergänzung und Änderung nicht-

Lange, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 242; s.a. *Kollmeyer*, Delegierte Rechtsetzung, S. 355.

⁵⁶⁴ Zu den Befugnissen der ESAs im Krisenfall *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 251 ff.

⁵⁶⁵ *Ohler*, JZ 2014, 249, 250 f.; vgl. auch *Ruffert*, JuS 2014, 279, 280; s.a. *Görisch*, JURA, 2012, 42, 47; vgl. *Martini*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR Bd. II, § 33 Rn. 184; vgl. auch *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 293; jedenfalls mit Blick auf quasi-legislative Befugnisse auch *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 114 f., 135 f.; s.a. GA *Jääskinen*, Schlussanträge v. 12.09.2013 in der Rs. C-270/12 Rn. 84, a.a.O. (Fn. 557).

wesentlicher Aspekte delegiert werden. Der Unionsgesetzgeber muss alle wesentlichen Aspekte selbst regeln, Ziele, Inhalt, Geltungsbereich und Dauer der Delegation festlegen und sich grundsätzlich entweder ein Widerrufsrecht oder eine Einspruchsmöglichkeit vorbehalten.⁵⁶⁶

aa. Demokratietheoretischer Hintergrund des Art. 290 AEUV

Der Hintergrund des Art. 290 AEUV kann darin gesehen werden, dass auch im institutionellen Gefüge der EU die Regelung wesentlicher Angelegenheiten durch Rechtsakte mit allgemeiner Geltung dem stärker demokratisch legitimierten Gesetzgeber obliegen soll.⁵⁶⁷ Nach Artt. 2, 10 EUV gilt das Prinzip repräsentativer Demokratie, das auch auf Ebene der EU insbesondere durch die Rückkopplung der Organe und Amtswalter mit den Bürgerinnen und Bürgern als Legitimationssubjekte gekennzeichnet ist.⁵⁶⁸ Das Euro-

⁵⁶⁶ *Möstl*, DVBl 2011, 1076, 1077, 1079, 1080; *Martini*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR Bd. II, § 33 Rn. 173; *Ruffert*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR Bd. I, § 7 Rn. 86 f.; *Danwitz*, Europ. VerwR, S. 374; *Lange*, JuS 2019, 759, 760; *Gärditz*, DÖV 2010, 453, 456; *Bauer*, in: Dreier (Hrsg.), GG, Bd. II, Art. 80 Rn. 9; GA *Jääskinen*, Schlussanträge v. 12.09.2013 in der Rs. C-270/12 Rn. 76, 77, a.a.O. (Fn. 557).

⁵⁶⁷ Vgl. *Orator*, Unionsagenturen, S. 206 f.; *Greiner*, Reform der Komitologie, S. 81 f.; *Ilgner*, Durchführung der Rechtsakte des europ. Gesetzgebers, S. 199 f.; s.a. *Weiß*, EuR 2016, 631, 644; *Lange*, JuS 2019, 759, 760; *Möstl*, DVBl 2011, 1076, 1077; v. *Achenbach*, Gesetzgebung in der EU, S. 49 f.; *Jääskinen*, Schlussanträge v. 12.09.2013 in der Rs. C-270/12 Rn. 93, a.a.O. (Fn. 557); s.a. *Ruffert*, in: Callies/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 290 AEUV Rn. 1; *Hetmeier*, in: Lenz/Borchardt (Hrsg.), EU-Verträge, Art. 290 Rn. 2, 10 f.; zum Gesetzesvorbehalt und seiner Legitimationsfunktion unter Geltung des EGV bereits *Rieckhoff*, Vorbehalt des Gesetzes, S. 124 ff., s. insb. auch 132 f. für eine tw. Überschneidung mit dem Grundsatz des institutionellen Gleichgewichts.

Vgl. allerdings ohne Bezugnahme auf Art. 290 AEUV auch EuGH, Urt. v. 05.09.2012, Rs. C-355/10, ECLI:EU:C:2012:516, Rn. 64, 78; für eine Übertragung *Schoo*, in: Schwarze C-355/10 (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 290 AEUV Rn. 3, s. zudem Rn. 19.

⁵⁶⁸ *Manger-Nestler*, ZEuS 2015, 315, 319 f.; *Weiß*, EuR 2016, 631, 658; zur Entwicklung des Demokratieverständnisses auf europäischer Ebene im Überblick und

päische Parlament wird direkt von den Unionsbürgern/innen gewählt (Art. 10 II UA 1 EUV) und ist damit unmittelbar demokratisch legitimiert. Der Rat besteht aus Regierungsvertretern, die ihre demokratische Legitimation von den nationalen Regierungen ableiten, die mittelbar über die von den jeweiligen Bürgern/innen gewählten nationalen Parlamente demokratisch legitimiert sind (vgl. Art. 10 II UA 2 EUV). Auf Unionsebene lässt sich die demokratische Legitimation des Gesetzgebers damit *dual* über zwei Legitimationsstränge auf die Bürgerinnen und Bürger (der Union und der Mitgliedstaaten) zurückführen.⁵⁶⁹ Die auch im Unionsrecht nur abgeleitete demokratische Legitimation der Verwaltung folgt - dem deutschen Recht nicht unähnlich (s.o. D.I.2.b.) - einem Modell pluraler Legitimation. Die Kommission als primäres Verwaltungsorgan der EU wird durch die Bestellung seitens des Parlaments und des Rates (Art. 17 VII EUV) personell-organisatorisch sowie durch ihrer Bindung an das

m.w.N. *Orator*, Unionsagenturen, S. 189 ff.; *Görisch*, Verwaltung durch Unionsagenturen, S. 260 ff., 332; s.a. *Schemmel*, Europ. Finanzmarktverwaltung, S. 362 ff., sowie S. 379 ff. zum Verhältnis von deutschem und europäischem Demokratieverständnis m.w.N.

⁵⁶⁹ Vgl. von *Achenbach*, Gesetzgebung in der EU, S. 19 f., 409 ff., 416 ff., 439 ff., 463; *Möllers/v. Achenbach*, EuR 2011, 39, 47, 50 f.; s. auch schon *Görisch*, Verwaltung durch Unionsagenturen, S. 331 ff., 341 f.; *Pernice*, VVDStRL 60 (2001), 148, 172, 176; vgl. auch *Schmidt-Aßmann/Schöndorf-Haubold*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdI. VerwR Bd. I, § 5 Rn. 54a, 76, 81; *Trute*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdI. VerwR Bd. I, § 9 Rn. 102a, 104a; *Weiß*, EuR 2016, 631, 658; *Gär-ditz*, DÖV 2010, 453, 455; kritisch zur demokratischen Legitimation von Rat und Parlament *Klafki*, Risiko und Recht, S. 64 f.

S. zum sog. demokratischen Defizit des Europäischen Parlaments grundlegend BVerfGE 123, 267, 370 ff. - *Lissabon*; für eine Vermittlung ausreichender demokratischer Legitimation über die nationalen Parlamente aber schon BVerfGE 89, 155, 184 ff. - *Maastricht*; aus jüngerer Vergangenheit BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 125 - *Bankenunion*; vgl. auch *Manger-Nestler*, ZEuS 2015, 315, 320 f.; ausführlich und kritisch zur Debatte m.w.N. v. *Achenbach*, Gesetzgebung in der EU, S. 300 ff., 318 ff., 411 ff., 416 ff., 424 ff.; zur Rolle des Europäischen Parlaments als demokratisch legitimerter Gesetzgeber vor dem Vertrag von Lissabon schon *Rieckhoff*, Vorbehalt des Gesetzes, S. 76 ff., 86 f., 93 ff., 112 ff., 117 ff.

Unionsrecht und ihrer Rechenschaftspflicht gegenüber dem Parlament (Art. 17 VIII EUV) sachlich-inhaltlich mittelbar legitimiert.⁵⁷⁰ Die strengen Voraussetzungen des Art. 290 AEUV sind danach speziell für die delegierte administrative Normsetzung ein Instrument, die geringere demokratische Legitimation der Kommission sachlich-inhaltlich zu kompensieren und so das institutionelle Gleichgewicht auszubalancieren.⁵⁷¹

bb. Legitimationsminus administrativer Normsetzung der ESAs

Bei den ESAs handelt es sich im Unterschied zur Kommission nicht um in den Verträgen der EU vorgesehene Organe, sondern um Geschöpfe des Sekundärrechts. Eine funktionell-institutionelle demokratische Legitimation der ESAs leitet sich aber aus Art. 298 AEUV ab, der neben den Organen der EU auch Einrichtungen und sonstige Stellen als Teil der europäischen Verwaltung vorsieht, sowie aus der von Rat und Parlament auf die Vertragskompetenz des Art. 114 AEUV gestützten Gründungsverordnung.⁵⁷² Organe der ESAs sind

⁵⁷⁰ *Trute*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdlg. VerwR Bd. I, § 9 Rn. 104 f.; *Schmidt-Aßmann/Schöndorf-Haubold*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdlg. VerwR, Bd. I, § 5 Rn. 81; *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 329 f.; *Orator*, Unionsagenturen, S. 339, 341; *Gärditz*, DÖV 2010, 453, 455 f.

⁵⁷¹ *Weiß*, EuR 2016, 631, 649; *Kaufhold*, Systemaufsicht, S. 274; v. *Achenbach*, Gesetzgebung in der EU, S. 54 f.; vgl. auch *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 241; *Möllers/v. Achenbach*, EuR 2011, 39, 47 f., 50, 52; *Terhechte*, in: ders. (Hrsg.), VerwaltungsR der EU, § 1 Rn. 29; vgl. auch *Greiner*, Reform der Komitologie, S. 91, 100; *Ilgner*, Durchführung der Rechtsakte des europ. Gesetzgebers, S. 79; *Kollmeyer*, Delegierte Rechtsetzung, S. 286; s.a. *Nettesheim*, in: *Grabitz/Hilf/Nettesheim* (Hrsg.), Recht der EU, Art. 290 AEUV Rn. 37.

⁵⁷² *Saurer*, DÖV 2014, 549, 550; *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 207 f.; vgl. auch *Bergold/Wendt*, EuR 2019, 86, 99; *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 269; vgl. stellvertretend zur EBA *Groß*, JZ 2012, 1087, 1093; s.a. *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 73; allg. zur demokratischen Legitimation von sog. Regulierungsagenturen *Trute*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdlg. VerwR Bd. I, § 9 Rn. 107 ff.

der Rat der Aufseher, der Verwaltungsrat, der Vorsitzende und der Exekutivdirektor (vgl. Artt. 40 ff. ESA-VOen).⁵⁷³ Geleitet werden die ESAs durch den Exekutivdirektor, der nach Bestätigung durch das Europäische Parlament vom Rat der Aufseher ernannt wird (Art. 51 I, II ESA-VOen). Durch die Bestätigung des Parlaments erlangt er eine abgeleitete personelle demokratische Legitimation.⁵⁷⁴

Der Rat der Aufseher, der die Leitlinien für die Arbeit der Behörde vorgibt und insbesondere Beschlüsse trifft, setzt sich aus dem Vorsitzenden, den Leitern der nationalen Finanzaufsichtsbehörden, je einem Vertreter der Kommission, des ESRB sowie der jeweils anderen beiden ESAs und bei der EBA zusätzlich noch eines Vertreters der EZB zusammen; stimmberechtigt sind allerdings nur die Leiter der mitgliedstaatlichen Finanzaufsichtsbehörden (vgl. Art. 40 I lit. a) bis e) bzw. f) ESA-VOen), die ihre personelle Legitimation mittelbar von den nationalen Parlamenten ableiten.⁵⁷⁵

Der Vorsitzende vertritt die ESAs; er wird vom Rat der Aufseher nach Bestätigung durch das Europäische Parlament ernannt (Art. 48 I, II ESA-VOen), von denen er damit seine Legitimation ableitet.⁵⁷⁶

Der Verwaltungsrat soll gewährleisten, dass die ESAs ihre Aufgaben wahrnehmen (Art. 47 ESA-VOen). Er setzt sich aus dem Vorsitzenden und sechs Mitgliedern des Rates der Aufseher zusammen, die von den Leitern der nationalen Aufsichtsbehörden gewählt wer-

⁵⁷³ Siehe i.Ü. im Überblick zur Binnenorganisation der ESAs *Orator*, Unionsagenturen, S. 177 f., 180, 181, 183 f.; *Schemmel*, Europ. Finanzmarktverwaltung, S. 43 ff.; stellvertretend zur EBA *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 207 ff.

⁵⁷⁴ *Bergold/Wendt*, EuR 2019, 86, 99; *Groß*, JZ 2012, 1087, 1093; vgl. auch *Weiß*, EuR 2016, 631, 660; *Schemmel*, Europ. Finanzmarktverwaltung, S. 384 f., 396.

⁵⁷⁵ *Schemmel*, Europ. Finanzmarktverwaltung, S. 383 f., 396; vgl. auch *Weiß*, EuR 2016, 631, 660; *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 269; für die Zubilligung eines Stimmrechts der Kommission zur Wahrung der Unionsinteressen *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 221.

⁵⁷⁶ Vgl. auch *Bergold/Wendt*, EuR 2019, 86, 99; *Schemmel*, Europ. Finanzmarktverwaltung, S. 384; *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 73.

den (Art. 45 I ESA-VOen), so dass auch der Verwaltungsrat seine Legitimation von diesen ableitet.

Insgesamt erfahren die ESAs damit ebenfalls eine duale personell-organisatorische Legitimation über das Europäische Parlament und die nationalen Parlamente.⁵⁷⁷ Nach Artt. 42, 46, 49, 52 ESA-VOen sind die jeweiligen Organe der ESAs - anders als die BaFin - unabhängig, d.h. die Organe der EU, wie insbesondere Rat und Parlament als Gesetzgeber und die Kommission als Spitze der Verwaltung, können ihnen keine Weisungen erteilen.⁵⁷⁸ Kehrseite der Unabhängigkeit ist eine geringere sachlich-inhaltliche demokratische Legitimation. Dies gilt allerdings im gleichen Maße auch für die Kommission, die nach Art. 17 III UA 3 EUV ebenfalls unabhängig ist. Eine alternative sachlich-inhaltliche Legitimation erfolgt daher wie bei der Kommission sowohl durch die Rechenschafts- und Berichtspflicht der ESAs gegenüber Parlament und Rat (Art. 3 ESA-VOen) als auch durch ihre Bindung an gesetzgeberische Vorgaben für ihr Handeln.⁵⁷⁹

⁵⁷⁷ Vgl. *Weiß*, EuR 2016, 631, 660; vgl. auch, aber nicht unkritisch zur personell-organisatorischen Legitimation *Trute*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdgl. VerwR Bd. I, § 9 Rn. 109; aus Sicht des deutschen Verfassungsrechts tendenziell ablehnend *Siekmann*, IMFS WP No. 47 (2011), S. 91, 103 f.

⁵⁷⁸ *Groß*, JZ 2012, 1087, 1089 f.; *Manger-Nestler*, ZEuS 2015, 315, 334; s.a. *Orator*, Unionsagenturen, S. 178; *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 219, s.a. 146, 182 zu Gründen für die Unabhängigkeit; zur insb. nach deutschem Demokratieverständnis streitigen Frage der Zulässigkeit ministerialfreier Räume statt vieler m.w.N. *Schemmel*, Europ. Finanzmarktverwaltung, S. 372 ff.; s.a. rechtsvergleichend *Görisch*, Verwaltung durch Unionsagenturen, S. 301 ff., 313 ff., 327 ff.; s. zur von BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14 angenommenen Weisungsfreiheit der BaFin im Bereich der Bankenunion bereits oben l.2.b. m.w.N. in Fn. 535.

⁵⁷⁹ *Weiß*, EuR 2016, 631, 659 f.; *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 73; *Trute*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdgl. VerwR Bd. I, § 9 Rn. 108; s.a. *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 155, 158, 224; *Groß*, JZ 2012, 1087, 1093; s.a. zur Kommission *Orator*, Unionsagenturen, S. 340, 341 f.; vgl. auch *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 270 ff., 278, der zudem auf output-orientierte Me-

cc. Entsprechende Anwendung des Art. 290 AEUV

Insgesamt verfügen die ESAs damit über ein demokratisches Legitimationsniveau, das dasjenige der Kommission nicht übersteigt.⁵⁸⁰ Vor diesem Hintergrund verlangen abstrakt-generelle Maßnahmen der ESAs daher in vergleichbarem Maße wie solche der Kommission nach ergänzender sachlich-inhaltlicher demokratischer Legitimation, wie sie gerade durch die Regelungen des Art. 290 AEUV gewährleistet werden soll. Insoweit wird Art. 290 AEUV auch für die ESAs als Ausdruck eines allgemeinen Grundsatzes bedeutsam: Zur Gewährleistung der nach dem in Artt. 2, 10 AEUV verankerten Demokratieprinzip gebotenen Legitimation kommt im institutionellen Gefüge der EU dem Unionsgesetzgeber die Aufgabe zu, alle wesentlichen Angelegenheiten zunächst selbst abstrakt-generell vorzulegen (*Vorrang bzw. Vorbehalt des demokratischen Gesetzes*).⁵⁸¹

chanismen zur Kompensation des sachlich-inhaltlichen Legitimationsdefizits verweist.

Nach BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 124 f., 130 f., 132 ff., 135 ff. - *Bankenunion* soll sowohl nach unionsrechtlichem als auch grundgesetzlichem Maßstab ein infolge von Unabhängigkeit gemindertes demokratisches Legitimationsniveau europäischer Einrichtungen - dort des Einheitlichen Abwicklungsausschuss SRB - etwa durch Kontrollrechte des Parlaments kompensiert werden können; ausführlich und differenziert für eine Kompensation der Unabhängigkeit der ESAs sowohl nach europäischem als auch deutschem Demokratieverständnis *Schemmel*, *Europ. Finanzmarktverwaltung*, S. 385 ff., 395 ff., 400 f., 401 ff., 411 f., der ergänzend weitere Legitimationsfaktoren wie das Haushaltsrecht und Öffentlichkeitsbeteiligungen heranzieht; aus Sicht des deutschen Verfassungsrechts wohl ablehnend *Siekman*, *IMFS WP No. 47* (2011), S. 90 f., 104 f.; s. wiederum allgemeiner zu Bedürfnis und Möglichkeiten ergänzender demokratischer Legitimation unabhängiger EU-Agenturen *Manger-Nestler*, *ZEuS* 2015, 315, 333 ff.; *Görisch*, *JURA* 2012, 42, 47 ff.

⁵⁸⁰ So i.E. auch *Kaufhold*, *Systemaufsicht*, S. 277; s.a. ebenso *Wörner*, *Weiche Verhaltenssteuerungsformen*, S. 329 f.

⁵⁸¹ Vgl. *Jääskinen*, *Schlussanträge v. 12.09.2013 in der Rs. C-270/12* Rn. 93, a.a.O. (Fn. 557); s.a. *Wörner*, *Weiche Verhaltenssteuerungsformen*, S. 317 f., 321 ff.; vgl. auch *Glaser*, *Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre*, S. 24; *Greiner*, *Reform der Komitologie*, S. 81 f., 86; *Ilgner*, *Durchführung der Rechtsakte des europ. Gesetzgebers*, S. 80 f., 199 f.; *Gärditz*, *DÖV* 2010, 453, 455, 456;

Danach muss es der Grundsatz des institutionellen Gleichgewichts dem Unionsgesetzgeber verwehren, seine legislativen Befugnisse für wesentliche Aspekte eines Bereichs nach freiem Belieben an vertragsfremde Einrichtungen auszuverkaufen. Will er eine solche Ermächtigung einräumen, ist zu fordern, dass er zumindest in entsprechender Anwendung von Art. 290 AEUV selbst die wesentlichen Aspekte, Ziel, Inhalt, Geltungsbereich und -dauer der Befugnis vorzeichnet und dadurch ein hinreichendes demokratisches Legitimationsniveau gewährleistet. Zumindest insoweit ist Art. 290 AEUV eine Sperrwirkung hinsichtlich der Ermächtigung, allgemeine Rechtssätze zu erlassen, beizumessen.⁵⁸²

Dabei kann auch dem Bedürfnis nach ergänzender administrativer Rechtsetzung durch die Finanzaufsicht Rechnung getragen werden. Soweit die wesentlichen Aspekte im Sinne von Art. 290 I UA 2 S. 2 AEUV, also die politischen Grundentscheidungen (s.o. D.II.1.), vom Gesetzgeber getroffen sind, darf er bei entsprechender Anwendung von Art. 290 I UA 1 AEUV auch durch Sekundärrecht geschaffenen

s. für einen - allerdings nur schwachen - parlamentarischen Gesetzgebungsvorbehalt auf europäischer Ebene ebenfalls v. *Achenbach*, Gesetzgebung in der EU, S. 49 ff., 56.; ähnlich sogar schon zum EGV *Rieckhoff*, Vorbehalt des Gesetzes, S. 175 ff., 192, 193; skeptisch hingegen noch *Nettesheim*, in: *Grabitz/Hilf/Nettesheim* (Hrsg.), *Recht der EU*, Art. 290 AEUV Rn. 25 f., 38, 40.

⁵⁸² Für eine entsprechende Anwendung von Art. 290 AEUV auf delegierte Rechtsetzungsbefugnisse von Agenturen *Ohler*, JZ 2014, 249, 251; *Kaufhold*, Systemaufsicht, S. 279 f.; vgl. im Ansatz gerade mit Blick auf adressatenlose Beschlüsse mit allgemeiner Geltung auch *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 142, 156, 257; vgl. auch *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 241; s.a. *Orator*, Unionsagenturen, S. 223 f., 404 ff., 408, 426 f., der die Delegation von Rechtsakten zur Ergänzung oder Änderung von Gesetzgebungsakten für durch Art. 290 AEUV gesperrt hält, i.Ü. aber dessen entsprechende Anwendung vorsieht; vgl. auch *Saurer*, DÖV 2014, 549, 555; s.a. *Görisch*, Jura 2012, 42, 47, der für die Beseitigung der grundsätzlichen Sperrwirkung allerdings eine primärrechtliche Ermächtigung verlangt; wohl kategorisch gegen die Delegation von Normsetzungsbefugnissen auf Agenturen *Martini*, in: *Voßkuhle/Eifert/Möllers* (Hrsg.), *Grdlg. VerwR* Bd. II, § 33 Rn. 177, 184; dafür auch *Stelkens*, VVDStRL 71 (2012), 369, 397 f. m.w.N.; s.a. *Mörtl*, DVBl 2011, 1076, 1079, 1083.

Verwaltungseinrichtungen die Befugnis delegieren, Rechtsakte mit allgemeiner Geltung zu erlassen. Die Frage, ob der vertragsfremden Einrichtung lediglich die Möglichkeit überlassen wurde, eine nicht wesentliche Entscheidung zu treffen, sollte sodann nach der auch weiterhin gültigen Meroni-Doktrin beurteilt werden können⁵⁸³, bei der es sich wie bei Art. 290 AEUV um eine Ausprägung des institutionellen Gleichgewichts handelt und mit der gleichfalls durch das Erfordernis genauer tatbestandlicher Vorsteuerung die Delegation politischer Entscheidungsbefugnisse eingeschränkt werden soll (s.o. D.II.1.). Auch wenn nicht jede Entscheidung mit Ermessensspielraum wesentlich i.S.e. politischen Grundentscheidung ist, so zeichnen sich umgekehrt aber wesentliche politische Grundentscheidungen durch einen weiten Ermessensspielraum aus.⁵⁸⁴ Jedenfalls soweit kein oder ein nur umgrenzter Ermessensspielraum besteht, handelt es sich damit auch nicht um eine wesentliche Entscheidung. Maßgeblich kommt es deshalb darauf an, ob die den ESAs delegierte Produktinterventionsbefugnis - entsprechend Art. 290 I UA 2 S. 1 AEUV nach Ziel, Inhalt, Geltungsbereich und Dauer - tatbestandlich so genau umgrenzt ist, dass ihnen kein weiterer politischer Ermes-

⁵⁸³ Siehe insb. *Craig*, EU Administrative Law, 3. Aufl. 2018, S. 194 f., der in Art. 290 AEUV eine indirekte Bestärkung und Konstitutionalisierung der Meroni-Doktrin sieht; in diese Richtung auch *Kollmeyer*, Delegierte Rechtsetzung, S. 354 ff.; möglicherweise auch *Ohler*, JZ 2014, 249, 251; s.a. *Orator*, Unionsagenturen, S. 282, 283 f.; auch EuGH, Urt. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12 Rn. 64, 66 - *ESMA* wendet - ohne dies allerdings ausdrücklich zu thematisieren - die Meroni-Doktrin auf die Befugnis der ESMA an, Rechtsakte mit allgemeiner Geltung zu erlassen; s. dazu kritisch *Kaufhold*, Systemaufsicht, S. 276 ff., die davon ausgeht, dass die Übertragung der Meroni-Doktrin auf die Delegation von Rechtsetzungsbefugnissen ggü. Art. 290 AEUV strengere Voraussetzungen begründe und sie daher unangemessen einschränke. *Kaufhold* vernachlässigt bei ihren Erwägungen aber, dass die Meroni-Doktrin nicht jedweden Ermessensspielraum ausschließt, sondern nur die schrankenlose Übertragung politischer Ermessensspielräume, s. dazu *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 72 f., 128 f., 132 f., 138, 164; s.a. *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 306 ff.

⁵⁸⁴ Vgl. *Kaufhold*, Systemaufsicht, S. 277 f.

sensspielraum verbleiben kann, wobei nach der ESMA-Entscheidung auch Konsultations-, Informations- und Begründungspflichten sowie eine zeitliche Begrenzung der Maßnahme berücksichtigt werden können.⁵⁸⁵ Ob dies der Fall ist, wird im folgenden Abschnitt E.II. untersucht werden (s. zu Kontrollmöglichkeiten danach noch F.III.).

Es ließe sich zwar auch erwägen, die Befugnis der ESAs, abstrakt-generelle Produktinterventionen zu erlassen, neben Art. 290 an Art. 291 AEUV zu messen.⁵⁸⁶ Art. 291 AEUV betrifft anders als Art. 290 AEUV allerdings nicht die Delegation legislativer Rechtsetzungsbefugnisse vor dem Hintergrund des institutionellen Gleichgewichts der Organe und Einrichtungen der EU, sondern das Kompetenzverhältnis zwischen EU und den Mitgliedstaaten bei der administrativen Vollziehung von Unionsrecht.⁵⁸⁷ Er ist nicht Ausdruck horizontaler Gewaltenteilung und des Demokratiestaatsprinzips, sondern des Subsidiaritätsgrundsatzes.⁵⁸⁸ Da die verfassungsrechtlichen Bedenken der vorliegenden Untersuchung nicht das Verhältnis des direkten zum indirekten Vollzug des Unionsrechts zum Gegenstand haben, sondern das Verhältnis delegierter administrativer zu

⁵⁸⁵ Vgl. EuGH, Urt. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12 Rn. 45 ff., 53 f. - *ESMA*, der - allerdings ohne Einbettung in Art. 290 AEUV oder Verweis auf die Grundsätze der repräsentativen Demokratie und des institutionellen Gleichgewichts - wohl ebenfalls vom Erfordernis einer hinreichend detaillierten Vorprogrammierung durch den Gesetzgeber ausgeht; s. dazu und dafür insb. auch die Analyse bei *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 314 ff., 317 ff.; s.a., aber kritischer zum insoweit unreflektierten Vorgehen des EuGH *Orator*, Unionsagenturen, S. 244, 246 f., 283 f.; vgl. auch BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 137, 239 - *Bankenunion*.

⁵⁸⁶ Vgl. insb. GA *Jääskinen*, Schlussanträge v. 12.09.2013 in der Rs. C-270/12 Rn. 75 ff., 79 ff., 83 ff., 89 ff., a.a.O. (Fn. 557); s.a. *Kaufhold*, Systemaufsicht, S. 280 f.; *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 294 ff.; *Orator*, Unionsagenturen, S. 248 f.

⁵⁸⁷ S. bereits Fn. 389 m.N.

⁵⁸⁸ Vgl. *Martini*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdG. VerwR Bd. II, § 33 Rn. 176; *Greiner*, Reform der Komitologie, S. 70; *Ilgner*, Durchführung der Rechtsakte des europ. Gesetzgebers, S. 254; s.a. *Weiß*, EuR 2016, 631, 649 ff., 655 f.; *Möstl*, DVBl 2011, 1076, 1081.

legislativer Normsetzung, wird Art. 291 AEUV daher nicht weiter in die Untersuchung einbezogen.

3. Administrative Normsetzungsbefugnisse der EZB

a. Beschränkter Anwendungsbereich der Lex specialis Art. 132 I 1. Spiegelstrich AEUV

Wie gesehen, sind nicht nur die ESAs zum Erlass abstrakter-genereller Maßnahmen ermächtigt, sondern auch die EZB (s. 3. Teil B.IV.3.a.). Die EZB ist im Unterschied zu den ESAs allerdings kein Sekundärrechtsgeschöpf, sondern ein Organ der EU (vgl. Art. 13 I UA 2 6. Spiegelstrich EUV). Zudem ist ihr in den Verträgen ausdrücklich die Befugnis eingeräumt, Rechtsakte mit allgemeiner Geltung in Form von Verordnungen zu erlassen. Nach Art. 132 I 1. Spiegelstrich AEUV darf die EZB, soweit dies zur Erfüllung der aufgezählten Aufgaben erforderlich ist, Verordnungen erlassen. Auf Grundlage des Art. 127 VI AEUV sind der EZB mit der SSM-VO besondere Aufgabe im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kredit- und sonstige Finanzinstitute übertragen (vgl. Art. 25.2 ESZB-Satzung). Diese besonderen Aufgaben nimmt Art. 132 I 1. Spiegelstrich AEUV ausdrücklich in Bezug. Allerdings sieht Art. 4 III UA 2 SSM-VO lediglich eine Ermächtigung der EZB zum Erlass von Verordnungen vor, die für die *Gestaltung und Festlegung der Modalitäten* zur Wahrnehmung der ihr durch die SSM-VO übertragenen Aufgaben erforderlich sind.⁵⁸⁹ Der EZB ist im Rahmen des SSM also nur mit Blick auf Aufsichtsmodalitäten der Verordnungserlass gestattet (s.a. schon 3. Teil B.I.).

⁵⁸⁹ *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 184 f.; *Glos/Benzing*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 2 Rn. 222 f.; s.a. *Lackhoff*, SSM, S. 101 Rn. 438: „... the ECB is not a regulator but „only“ a supervisor with limited powers to regulate“.

Eine Quotenfestlegung nach Art. 5 II SSM-VO i.V.m. § 10d KWG mittels Verordnung ist davon nicht umfasst.⁵⁹⁰

Mit der eingeschränkten Verordnungsermächtigung in Artt. 132 I 1. Spiegelstrich, 127 VI AEUV i.V.m. Art. 4 III UA 2 SSM-VO geht damit im Umkehrschluss eine Sperrwirkung allerdings nur für ein Handeln in Form von Verordnungen einher. Bei der untersuchten Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers geht es demgegenüber um ein Handeln der EZB mittels abstrakt-generellem Beschluss, der Form nach also gerade nicht um den Erlass einer Verordnung. Die Enumeration der Rechtsaktsformen ist bei Art. 132 AUEV ebenso wenig abschließend wie bei Art. 288 AEUV.⁵⁹¹ In unmittelbarer Anwendung steht Artt. 132 I 1. Spiegelstrich, 127 VI AEUV i.V.m. Art. 4 III UA 2 SSM-VO mithin einem Handeln der EZB in Form eines abstrakt-generellen Beschlusses eigener Art nicht von vornherein entgegen. Man könnte zwar erwägen, bereits Artt. 132 I 1. Spiegelstrich, 127 VI AEUV i.V.m. Art. 4 III UA 2 SSM-VO weitergehend eine allgemeine Sperrwirkung für jedes normative Handeln der EZB beizumessen. Dies erscheint aber nicht nur in Anbetracht des Umstandes, dass die Abgrenzung von einem bloß adressatenlosen Beschluss zu einem verordnungsgleichen abstrakt-generellen Beschluss mitunter fließend ist (vgl. 3. Teil B.III.4.) und dass die EZB gemäß Artt. 288 I, IV, 132 I 2. Spiegelstrich AEUV i.V.m. Art. 25.2 ESZB-Satzung i.V.m. Art. 4 III UA 2 S. 1 a.E. SSM-VO ohne weiteres

⁵⁹⁰ *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1226; ablehnend ggü. einem über Art. 4 III UA 2 SSM-VO hinausgehenden Ordnungsrecht der EZB unmissverständlich auch Legal Service des Rates, Dokument 14837/17 v. 23.11.2017, Rn. 23, abrufbar <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14837-2017-INIT/en/pdf>, zuletzt 02.07.2024; zustimmend *Gurlit*, WM 2020, 57, 64; s.a. *dies.*, WM 2016, 2053, 2055; *Glos/Benzing*, in: *Binder/Glos/Riepe*, Handbuch Bankenaufsicht, 2018, § 2 Rn. 210 ff.; *Müller-Graff*, EuZW 2018, 101, 103.

⁵⁹¹ *Griller*, in: *Grabitz/Hilf/Nettesheim*, Recht der EU, Art. 132 AEUV Rn. 2; vgl. auch schon oben unter A. m.N. in Fn. 488 und Fn. 489.

ermächtigt ist, adressatenlose Beschlüsse zu erlassen⁵⁹², zu streng. Denn die Annahme, der EZB sei außerhalb von Artt. 132 I 1. Spiegelstrich, 127 VI AEUV i.V.m. Art. 4 III UA 2 SSM-VO jedes normative Handeln untersagt, würde sich in Widerspruch zur Annahme begeben, dass selbst Sekundärrechtsgeschöpfen wie den ESAs jedenfalls unter entsprechender Heranziehung der Voraussetzungen des Art. 290 AEUV ein normatives Handeln ermöglicht werden kann (hierzu oben D.II.2.c.cc.).

b. Erfordernis ergänzender Legitimation von administrativen Normsetzungsakten der EZB als Finanzaufsichtsbehörde

Soweit Art. 132 I AEUV als *Lex specialis* für die Ermächtigung zu Rechtsetzungsbefugnissen mithin keine Regelung trifft, bleibt es bei den allgemeinen Vorgaben für die Delegation administrativer Normsetzungsbefugnisse. Misst man wie hier vertreten Art. 290 AEUV als besondere Ausprägung des institutionellen Gleichgewichts für die administrative Normsetzung eine Sperrwirkung gegenüber anderen Normsetzungsformen der Verwaltung bei, ist zu erwägen, dies außerhalb von Art. 132 AEUV gleichermaßen auch auf normative Akte der EZB zu erstrecken, die diese als Aufsichtsbehörde trifft. Die Ermächtigung der EZB zur Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers betrifft wie die Ermächtigung der BaFin (s.o. D.I.2.a.) die unternehmerische Freiheit der Institute, wie sie in Art. 16 GRCh, an den auch die EZB gebunden ist (vgl. Art. 51 I GRCh), garantiert wird. Es handelt sich wegen ihrer Grundrechtsrelevanz und allgemeinen

⁵⁹² *Häde*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 132 AEUV Rn. 4; *Griller*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Recht der EU, Art. 132 AEUV Rn. 11; *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 186; *Glos/Benzing*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 2 Rn. 211 ff.; i.E. auch *Lackhoff*, SSM, S. 104 Rn. 448; vgl. auch *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1226 sowie *dies.*, ZHR 177 (2013), 862, 885 f.; *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2014, 2, 17; s. auch schon 3. Teil B.I.

Reichweite bei der Ermächtigung der EZB zur Kapitalpufferfestlegung damit ebenfalls um eine wesentliche Angelegenheit, für die Art. 290 I UA 2 S. 2 AEUV eine Regelung durch den demokratisch legitimierten Unionsgesetzgeber verlangen würde.⁵⁹³

Als Organ der EU verfügt die EZB über dieselbe institutionell-funktionelle Legitimation wie Rat und Parlament. Personell-organisatorische Legitimation erfährt die EZB über die Besetzung ihrer Gremien. Binnenorgane der EZB sind Rat, Direktorium und Präsident (vgl. Art. 283 AEUV).⁵⁹⁴ Das Direktorium besteht aus dem Präsidenten bzw. der Präsidentin, dem Vizepräsidenten und vier weiteren Mitgliedern. Sie alle werden vom Europäischen Rat ernannt. Sie leiten ihre Legitimation damit von den Staats- und Regierungschefs der Mitgliedstaaten ab, die mittelbar über die nationalen Parlamente legitimiert sind (vgl. Art. 10 II UA 2 EUV). Der Rat der EZB besteht aus den Mitgliedern des Direktoriums und den Präsidenten der Zentralbanken der Eurostaaten, deren Legitimation ebenfalls über den mitgliedstaatlichen Legitimationsstrang erfolgt.⁵⁹⁵ Für die Tätigkeit als Aufsichtsbehörde im SSM ist bei der EZB zusätzlich ein spezielles Aufsichtsgremium eingerichtet, das für den EZB-Rat Beschlüsse vorbereitet. Dieses setzt sich zusammen aus dem Vorsitzenden, dem stellvertretenden Vorsitzenden, vier Vertretern der EZB und jeweils einem Vertreter der nationalen Finanzaufsichtsbehörden der am SSM teilnehmenden Mitgliedstaaten (vgl. Art. 26 SSM-VO).⁵⁹⁶ Vorsitzender und stellvertretender Vorsitzender

⁵⁹³ Allg. für ein aus der Grundrechtsrelevanz von finanzaufsichtlichen Maßnahmen der EZB folgendes Erfordernis demokratischer Legitimation und parlamentarischer Kontrolle *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 84, vgl. auch Rn. 172 f.; s.a. *Wolfers/Voland*, BKR 2014, 177, 182, 185.

⁵⁹⁴ Im Einzelnen zu den Organen der EZB *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 2 Rn. 22 ff.

⁵⁹⁵ Vgl. für den Präsidenten der Bundesbank § 7 III BBankG; vgl. allg. *Wolfers/Voland*, BKR 2014, 177, 183.

⁵⁹⁶ Im Einzelnen *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 36 ff.

werden nach Vorschlag der EZB vom EU-Parlament gebilligt und vom Rat ernannt, von denen sie damit ihre Legitimation ableiten.⁵⁹⁷ Die vier Vertreter der EZB werden vom EZB-Rat ernannt und leiten ihre Legitimation somit von diesem ab. Die demokratische Legitimation der Vertreter der nationalen Aufsichtsbehörden kann auf die nationalen Parlamente zurückgeführt werden.⁵⁹⁸ Insgesamt ist die personell-organisatorische Legitimation der EZB und im speziellen des Aufsichtsgremiums damit über eine Kette von Beststellungsakten auf die nationalen Parlamente und das Europäische Parlament rückführbar.⁵⁹⁹

Nach Artt. 130, 282 III AEUV ist allerdings auch die EZB bei der Wahrnehmung ihre Aufgaben und Befugnisse unabhängig. Dies soll nach Art. 19 I SSM-VO ebenso für ihre Aufgaben als Aufsichtsbehörde im SSM gelten. Die sachlich-inhaltliche Legitimation der EZB ist infolge der die Legitimationskette zum Parlament unterbrechenden Unabhängigkeit mithin eingeschränkt.⁶⁰⁰ Primäre Aufgabe der EZB ist nicht die Bankenaufsicht, sondern gem. Art. 127 I AEUV die Gewährleistung der Preisstabilität. Nach Art. 127 VI AEUV sollen ihr lediglich „besondere Aufgaben“ im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute und sonstige Finanzinstitute zugewiesen werden können.⁶⁰¹ Mit Blick auf ihr währungspolitisches Mandat gilt die

⁵⁹⁷ Vgl. *Lackhoff*, SSM, S. 19 Rn. 67; s.a. *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 73; skeptisch *Wolfers/Voland*, BKR 2014, 177, 183.

⁵⁹⁸ Vgl. für den Präsidenten der BaFin § 9 II FinDAG.

⁵⁹⁹ I.E. auch BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 212; ablehnend *Peuker*, JZ 2014, 764, 768.

⁶⁰⁰ BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 126, 208 f. - *Bankenunion*; vgl. auch *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 84; *Müller-Graff*, EuZW 2018, 101, 103; *Wolfers/Voland*, BKR 2014, 177, 181 f.; *Lackhoff*, SSM, S. 18 Rn. 61.

⁶⁰¹ Die Zuständigkeitsverteilung zwischen EZB und nationalen Aufsichtsbehörden nach der auf Art. 127 VI AEUV gestützten SSM-VO dürfte weiterhin als ungeklärt einzuordnen sein. Zwar hat sich der EuGH ausdrücklich für eine ausschließliche Zuständigkeit der EZB ausgesprochen EuGH, Urt. v. 08.05.2019, Rs. C-450/17 P,

Unabhängigkeit unter Legitimationsgesichtspunkten als gerechtfertigt. Die Gewährleistung der gesamtwirtschaftlich essentiellen Währungsstabilität erfordert es, dass das Geldmonopol von Missbrauchsmöglichkeiten der Regierung abgeschirmt ist und eine Notenbank ihrem geldpolitischen Mandat losgelöst von deren (tages-)politisch motivierten Einmischungen nachkommen kann.⁶⁰² Diese Erwägungen verfangen hingegen nicht ebenso für die Aufgabe der Finanzaufsicht.⁶⁰³ Allerdings ist die EZB gem. Artt. 20, 21 SSM-VO sowohl gegenüber dem Europäischen Parlament als auch gegenüber den Parlamenten der Mitgliedstaaten rechenschafts- und berichtspflichtig, womit das Minus sachlich-inhaltlicher Legitimation in gewissem Maße kompensiert wird.⁶⁰⁴ Die EZB wendet gem. Artt. 9 I

Rn. 37 ff. - *L-Bank*; zuvor bereits EuG, Urt. v. 16.05.2017, Rs. T-122/15, Rn. 54 ff.; in unübersehbaren Widerspruch dazu unterstellt BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 160 ff., 171 ff., 183 ff., 195 - *Bankenunion* nun aber, dass die Entscheidung des EuGHs seinem Verständnis originärer Zuständigkeiten der mitgliedstaatlichen Behörden nicht entgegenstehe; dazu *Gurlit*, WM 2020, 57, 58 m.w.N.; kritisch zur Tauglichkeit des Art. 127 VI AEUV als Kompetenzgrundlage für die umfänglichen Aufsichtsbefugnisse der EZB nach der SSM-VO auch schon *Kämmerer*, NVwZ 2013, 830, 834 f.; *Sacarcelik*, BKR 2013, 353, 356; *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2014, 2, 6 f.; *Wolfers/Voland*, BKR 2014, 177, 179; *Müller-Graff*, EuZW 2018, 101, 102; *Häde*, in: *Calliess/Ruffert* (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 127 AEUV Rn. 62.

⁶⁰² Unter Inbezugnahme der auch von Art. 88 GG vorgesehenen Modifikation des Demokratieprinzips bereits BVerfGE 89, 155, 207 ff. - *Maastricht*; bekräftigend BVerfGE 134, 366, 399 Rn. 59 - *OMT*; jüngst nochmals BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 134 - *Bankenunion*; *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 2 Rn. 43, 49 f.; *Lackhoff*, SSM, S. 19 Rn. 63; *Häde*, in: *Calliess/Ruffert* (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 130 AEUV Rn. 36 ff.; s.a. *Peuker*, JZ 2014, 764, 768; *Wolfers/Voland*, BKR 2014, 177, 182.

⁶⁰³ BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 210 - *Bankenunion*; *Lackhoff*, SSM, S. 19 Rn. 64; *Peuker*, JZ 2014, 764, 770; *Müller-Graff*, EuZW 2018, 101, 103; *Wolfers/Voland*, BKR 2014, 177, 184 f.; *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 84; *Häde*, in: *Calliess/Ruffert* (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 130 AEUV Rn. 38.

⁶⁰⁴ *Lackhoff*, SSM, S. 19 Rn. 68; *Müller-Graff*, EuZW 2018, 101, 103; *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 73; vgl. auch *Wutscher*, in: *Schwarze/Becker/Hatje/Schoo* (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 130 AEUV Rn. 6; auch im Einzelnen zur Rechenschaftspflicht

UA 2 S. 2, 4 III UA 1 S. 1, 5 II SSM-VO entweder unmittelbar geltendes Unionsrecht oder nationales Umsetzungsrecht - hier § 10d KWG - von einschlägigen unionsrechtlichen Richtlinienvorgaben - hier Artt. 130, 135 ff. CRD IV - an (s. 3. Teil B.IV.3.a.). Weitere sachlich-inhaltliche Legitimation erfährt sie damit durch ihre Bindung an die vom Unionsgesetzgeber in unmittelbar anwendbaren Verordnungen vorgesehenen Vorgaben bzw., soweit es sich um nationale Umsetzungsgesetze handelt, durch die dahinterstehenden Richtlinienvorgaben des Unionsgesetzgebers.⁶⁰⁵ Das Weniger an demokratischer Legitimation gegenüber dem Unionsgesetzgeber ist also wie bei delegierter Rechtsetzung durch die Kommission und die ESAs maßgeblich durch ergänzende sachlich-inhaltliche Legitimation zu kompensieren, wie sie gerade die Vorgaben des Art. 290 AEUV gewährleisten sollen.

c. Entsprechende Anwendung des Art. 290 AEUV

Auch mit Blick auf abstrakt-generelle Kapitalpufferfestlegungen durch die EZB ist daher Art. 290 AEUV entsprechend anzuwenden, so dass sich die Frage stellt, ob eine hinreichende demokratische Legitimation durch die gesetzgeberische Bestimmung von Ziel, wesentlichem Inhalt, Geltungsbereich und Dauer gewährleistet ist und

Ohler, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 87 ff., 180; skeptisch *Wolfers/Voland*, BKR 2014, 177, 183; ablehnend *Peuker*, JZ 2014, 764, 768, 770.

Für eine Kompensation sowohl unter Zugrundelegung des unionsrechtlichen als auch grundgesetzlichen Demokratieverständnisses BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 124 f., 126, 130 ff., 134, 135 ff., 211, 216 ff. - *Bankenunion*.

⁶⁰⁵ Vgl. BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 212; s.a. *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 83; vgl. auch *Peuker*, JZ 2014, 764, 770, der allerdings i.E. von einem nur unzureichenden Legitimationsniveau ausgeht; skeptisch auch *Wolfers/Voland*, BKR 2014, 177, 183; für eine Kompensation durch das deutsche Zustimmungsgesetz zur SSM-VO *Häde*, in: *Calliess/Ruffert* (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 130 AEUV Rn. 18.

insoweit auch hinreichende Kontrollmöglichkeiten bestehen. Dies wird in den folgenden Abschnitten E.III. und F.III. untersucht. Die Meroni-Doktrin (s.o. D.II.1.) dürfte als solche zwar auf die EZB als Organ der EU keine Anwendung finden.⁶⁰⁶ Es spricht m.E. aber nichts dagegen, für die Frage, ob der Gesetzgeber die wesentlichen Aspekte selbst geregelt hat oder ob die EZB noch wesentliche Aspekte regeln darf, ebenfalls die Maßstäbe der Meroni-Doktrin als Orientierungshilfe heranzuziehen (vgl. soeben D.II.2.c.cc.).⁶⁰⁷ Vielmehr spricht für eine Heranziehung der Meroni-Doktrin auch im Rahmen einer entsprechenden Anwendung des Art. 290 AEUV auf administrative Normsetzungsformen der EZB, dass dadurch kohärente Voraussetzungen für die Delegation administrativer Normsetzungsbefugnisse etabliert werden.

III. Zwischenergebnis

Die Kompetenz zur abstrakt-generellen Rechtsetzung ist nach dem im Gewaltenteilungsgrundsatz und im Demokratiestaatsprinzip verwurzelten Parlamentsgesetzesvorbehalt im Ausgangspunkt dem unmittelbar demokratisch legitimierten Parlament vorbehalten. Dies kommt insbesondere in Art. 80 GG zum Ausdruck, der dem Parlament eine Delegation seiner Normsetzungsbefugnis durch Ermächtigung zum Verordnungserlass nur unter bestimmten Voraussetzungen auf einen begrenzten Kreis von Delegataren erlaubt. Die Voraussetzungen des ausdrücklich an die Handlungsform der

⁶⁰⁶ Gegen eine Anwendung der Meroni-Doktrin auf die EZB etwa *Kämmerer*, NVwZ 2013, 830, 834; so auch *Lackhoff*, SSM, S. 21 Rn. 75.

⁶⁰⁷ Auch BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 137, 139 - *Bankenunion* spricht im Zusammenhang mit den Befugnissen der EZB im SSM und dem aus ihrer Unabhängigkeit folgendem Legitimationsminus die Meroni-Doktrin an, ohne sich aber ausdrücklich für ihre Anwendung auf die EZB auszusprechen oder dies tatsächlich zu tun; ausdrücklich für eine Anwendung auf die Befugnisse der EZB im SSM aber *Sacarcelik*, BKR 2013, 353, 356 f.

Rechtsverordnung anknüpfenden Art. 80 GG halten bei exekutiver Rechtsetzung das demokratiestaatlich gebotene Legitimationsniveau aufrecht. Eine an Art. 80 I 1 GG vorbeigehende Ermächtigung von Verwaltungsbehörden zu verordnungsgleichen abstrakt-generellen Allgemeinverfügungen sui generis würde hingegen zu einem nicht gerechtfertigten Absinken der demokratiestaatlich gebotenen Legitimation der Rechtsetzung führen. Rechtsstaats- und Demokratiestaatsprinzip gebieten daher zur Gewährleistung hinreichender demokratischer Legitimation eine entsprechende Anwendung der Voraussetzungen des Art. 80 I 2 GG auf die Ermächtigung einer nicht zu den Erstdelegataren gehörenden Verwaltungsbehörde, abstrakt-generelle Allgemeinverfügungen sui generis zu erlassen. Andernfalls würden die Voraussetzungen des Art. 80 I 2 GG und die dahinterstehende rechts- und demokratiestaatlich fundierte Kompetenzzuweisung durch die Wahl der Handlungsform umgangen, worin ein unzulässiger Formenfehlgebrauch zu sehen wäre (s.o. C.). Dementsprechend sollen im Folgenden die Befugnis der BaFin, abstrakt-generelle Produktinterventionen zu verfügen und den antizyklischen Kapitalpuffer festzulegen, an den Voraussetzungen des Art. 80 I 2 GG gemessen werden.

Auch im institutionellen Gleichgewicht der Unionsorgane ist die Aufgabe abstrakt-genereller Rechtsetzung zur Regelung wesentlicher Angelegenheiten zunächst Rat und Parlament als demokratisch legitimiertem Gesetzgeber zugewiesen. Ausdruck dieser Kompetenzzuweisung ist Art. 290 AEUV, nach dem die Regelung wesentlicher Angelegenheit einem Gesetzgebungsakt vorbehalten ist und die Befugnis, Rechtsakte mit allgemeiner Geltung zu erlassen, nur unter bestimmten Voraussetzungen zur Ergänzung oder Änderung nicht wesentlicher Vorschriften auf die Kommission delegiert werden darf. Art. 290 AEUV stellt - Art. 80 GG vergleichbar - ein dem Grundsatz der repräsentativen Demokratie entsprechendes Legiti-

mationsniveau auch bei exekutiver Rechtsetzung sicher. Art. 290 AEUV umgehende sekundärrechtliche Ermächtigungen der ESAs und der EZB zu abstrakt-generellen Handlungsformen sui generis, die also Rechtsakten mit allgemeiner Geltung wirkungsgleich sind, ignorieren diese im Rechts- und Demokratieprinzips begründete Kompetenzzuweisung und stören das institutionelle Gleichgewicht. Sie würden daher einen unzulässigen Formenfehlgebrauch begründen. Unter rechts- und demokratiestaatlichen Gesichtspunkten ist daher eine entsprechende Anwendung des Art. 290 AEUV auch auf die Ermächtigungen der ESAs und der EZB zu abstrakt-generellen Beschlüssen geboten. Dies gilt im Vergleich zu Art. 80 GG umso mehr, als Art. 290 AEUV im Unterschied zu diesem nicht einmal die Möglichkeit einer Subdelegation vorsieht. Dementsprechend werden im Folgenden die Produktinterventionsbefugnisse der ESAs und die Befugnis der EZB, den antizyklischen Kapitalpuffer festzulegen, an den Vorgaben des Art. 290 AEUV gemessen. Zur Beurteilung der Frage, ob die ESAs bzw. die EZB selbst nur eine unwesentliche Regelung treffen, soll sich hier an den Maßstäben der Meroni-Rechtsprechung orientiert werden, wie sie zuletzt in der Leerverkaufsentscheidung des EuGHs eine Aktualisierung erfahren hat.

E. Gesetzgeberische Vorsteuerung und handlungsformenabhängige Verfahrensgestaltung bei den ausgewählten Handlungsbefugnissen

I. Normative Maßnahmen der BaFin

Entsprechend Art. 80 GG ist zu fordern, dass der Gesetzgeber den wesentlichen Inhalt sowie Zweck und Ausmaß abstrakt-genereller Produktinterventionen und Kapitalpufferfestlegungen der BaFin selbst geregelt hat. Die gesetzlichen Vorgaben für Produktinterventionen und Kapitalpufferfestlegungen der BaFin folgen zwar nicht

allein aus nationalen Gesetzen, sondern ganz überwiegend aus Verordnungen (Art. 42 MiFIR) und Richtlinienvorgaben (Art. 133 CRD IV) des europäischen Gesetzgebers. Da die BRD gemäß Art. 23 I GG einen Teil ihrer Legislativgewalt auf die EU übertragen hat, ist die Frage nach einer ausreichenden legislativen Vorsteuerung der administrativen Rechtsetzung und Kompensation ihrer demokratischen Legitimationsdefizite aber nicht isoliert nach nationalem Recht, sondern anhand einer Gesamtschau von deutschem und Unionsrecht zu beurteilen. Es genügt im Rahmen von Art. 80 GG, dass der nationale Gesetzgeber die vorrangigen Bestimmungen des Unionsgesetzgebers übernimmt, indem er auf sie verweist.⁶⁰⁸ Man kann insoweit von einer *Verbundkompensation*⁶⁰⁹ des Legitimationsminus administrativer Normsetzung durch die jeweils besonders legitimierten Gesetzgeber (vgl. oben D.I.2.b. und II.2.c.aa.) sprechen.

Bemisst man die Bestimmtheit von Inhalt, Zweck und Ausmaß der Befugnis der BaFin, Produktinterventionen zu verfügen und den antizyklischen Kapitalpuffer festzulegen, aber maßgeblich nach den unionsrechtlichen Vorgaben, bedeutet dies umgekehrt nichts ande-

⁶⁰⁸ Für eine Berücksichtigung des Gemeinschaftsrechts i.R.d. Bestimmtheitstrias des Art. 80 GG insb. schon BVerfGE 29, 198, 210; für Unionsrecht bestätigt durch BVerfGE 143, 38, 55 Rn. 42, 61 Rn. 58; s.a. BVerfGE 121, 382, 386 f.; vgl. auch *Rieckhoff*, Vorbehalt des Gesetzes, S. 250 f., 251 ff., 258; *Martini*, AÖR 133 (2008) 155, 170, 171; so auch *Möstl*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 20 Rn. 6 allerdings zur sog. *Vorratsermächtigung*, Unionsrecht mittels Verordnung umzusetzen; dazu und dafür ebenfalls *Härtel*, JZ 2007, 431, 433 ff., 435 f., 438; restriktiver *Saurer*, JZ 2007, 1073 1974 f.; ausführlicher, *ders.*, Die Funktionen der Rechtsverordnung, S. 317 ff.; vgl. auch *Martini*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdI. VerwR Bd. II, § 33 Rn. 37 f.; allg. für eine geteilte Legitimation beim indirekten Vollzug *Trute*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdI. VerwR Bd. I, § 9 Rn. 111 ff.

⁶⁰⁹ Vgl. in ähnlichem Zusammenhang für den Begriff Normenverbund *Härtel*, JZ 2007, 431, 432; allg. zum Begriff Legitimationsverbund *Huber*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEU, Art. 10 EUV Rn. 34 ff.; s.a. zum Begriff Verfassungsverbund *Pernice*, VVDStRL 60 (2001), 148, 164 ff.

res als Unionsrecht an der Bestimmtheitstrias des Art. 80 GG zu messen.⁶¹⁰ Dies steht im Widerspruch zu dessen grundsätzlichem Anwendungsvorrang⁶¹¹. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts findet der Anwendungsvorrang aber gem. Artt. 23 I 3, 79 III, 20 GG seine Grenze in der veränderungsfesten Verfassungsidentität des GG, zu der Demokratie- und Rechtsstaatsprinzip und zuvorderst das Erfordernis demokratischer Legitimation öffentlicher Gewalt gehören.⁶¹² Erblickt man - wie vorgeschlagen - in einer nicht den Vorgaben des Art. 80 GG entsprechenden Ermächtigung der BaFin zu abstrakt-generellen Produktinterventionen und Kapitalpufferfestlegungen ein mit der demokratie- und rechtsstaatlich fundierten Kompetenzordnung des GG nicht zu vereinbarendes Absinken des Legitimationsniveaus, so erscheint zugleich ein solcher Identitätsverstoß denkbar. Insoweit, also in seiner Ausprägung des veränderungsfesten Kerns der Verfassungsidentität des GG, ist mit hin Art. 80 GG auch für die unionsrechtlichen Vorgaben der Ermächtigungen der BaFin zu abstrakt-generellem Handeln maßgeblich. Da das Bundesverfassungsgericht im Rahmen der Identitätskontrolle

⁶¹⁰ Vgl. auch *Härtel*, JZ 2007, 431, 436 f., die - wohl aus diesem Grund - bei auf unmittelbar anwendbare Verordnungen verweisenden nationalen Verordnungsermächtigungen mangels Umsetzungsspielraums des Gesetzgebers grundsätzlich von einer hinreichenden Bestimmtheit ausgehen will; ohne Auseinandersetzung BVerfGE 29, 198, 210 ff.; ausdrücklich offen gelassen in BVerfGE 45, 142, 166.

⁶¹¹ Über den grds. Anwendungsvorrang besteht - mit unterschiedlicher Begründung - Einigkeit, s. früh bereits EuGH, Urt. v. 15.07.1964, Rs. 6/64, Slg. 1964, 1251, 1269 f. - *Costa/ENEL* und BVerfGE 123, 267, 396 ff. - *Lissabon*; dazu und statt vieler aus der Lit. *Ruffert*, in: *Calliess/Ruffert* (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 1 AEUV Rn. 16 ff. m.w.N.

⁶¹² Vgl. BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 119 f., 124 ff. - *Bankenunion*; BVerfGE 142, 123, 186 Rn. 115 ff., 194 Rn. 136 ff., 138 - *OMT-Programm*; BVerfGE 123, 267, 354 - *Lissabon*; aus der Lit. etwa *Huber*, in: *Streinz* (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 19 EUV Rn. 72 ff.; auch zur vergleichbaren Rspr. anderer Verfassungsgerichte *Schill/Krenn*, in: *Grabitz/Hilf/Nettesheim*, *Recht der EU*, Art. 4 EUV Rn. 27 ff.; vgl. zu einer Kontrolle der EZB-Befugnis, mitgliedstaatliches Recht anzuwenden, am Maßstab von Artt. 23 I 1, 79 III GG i.V.m. dem Demokratie- und Rechtsstaatsprinzip auch *Peuker*, JZ 2014, 764, 767 ff.

aber zu einem großzügigen Maßstab neigt, scheint es angezeigt, für die Bestimmtheit von Inhalt, Zweck und Ausmaß einen noch großzügigeren Maßstab anzulegen, als er ohnehin schon bei direkter Anwendung des Art. 80 GG gilt. Eine Kollision mit dem grundsätzlich vorrangigen Unionsrecht steht dabei schließlich auch deshalb nicht zu befürchten, weil Art. 80 GG (s.o. D.I.2., III.) und Art. 290 AEUV (s.o. D.II.2.c., 3., III.) nicht nur derselbe Rechtsgedanke zugrunde liegt⁶¹³, sondern sich ihre Anforderungen an die Bestimmung von „Inhalt, Zweck und Ausmaß“ (dazu sogleich I.1.) bzw. von „Ziele, Inhalt, Geltungsbereich und Dauer“ (dazu sodann II.1., III.1.) ohnehin weitgehend entsprechen⁶¹⁴, so dass auch die Anwendung der unionsrechtlichen Bestimmtheitsanforderungen kein anderes Ergebnis erwarten lässt.

1. Regelung von Zweck, Inhalt und Ausmaß der BaFin-Befugnisse

An die Bestimmtheitstrias des entsprechend heranzuziehenden Art. 80 GG werden selbst für Verordnungsermächtigungen keine allzu strengen Anforderungen gestellt. Erforderlich, aber auch ausreichend ist eine dem jeweiligen Sachbereich angemessene Bestimmtheit. Die Anforderungen sinken mit der wegen ihres Fachwissensvorsprungs gegenüber dem Parlament besseren Befähigung der Verwaltung zu sachgerechten Lösungen und steigen mit der grundrechtlichen Relevanz der Regelungen (s. zur Wesentlichkeitstheorie bereits oben D.I.2.). Zweck, Inhalt und Ausmaß müssen nicht ausdrücklich bestimmt sein. Es genügt, dass sie im Wege der Auslegung

⁶¹³ *Kotzur*, in: Geiger/Khan/Kotzur/Kirchmair (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 290 AEUV Rn. 1, 4.

⁶¹⁴ *Vedder*, in: Vedder/Heintschel von Heinegg (Hrsg.), Europäisches Unionsrecht, 2. Auflage 2018, Art. 290 AEUV Rn. 9; s.a. *Schoo*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 290 AEUV Rn. 17.

für Verwaltung, Bürger und Gerichte zu erkennen sind. Die Eigenständigkeit der drei Tatbestandmerkmale tritt dabei in den Hintergrund, was wechselseitige Kompensationen von Unbestimmtheiten zulässt.⁶¹⁵ „Inhalt“ meint den Gegenstand, den die Verwaltung regeln können soll. „Zweck“ meint das Ziel, das die Verwaltung beim Gebrauchmachen von ihrer Ermächtigung verfolgen muss. „Ausmaß“ meint Grenzen, die die Verwaltung bei der Ausübung ihrer Befugnis zu beachten hat.⁶¹⁶

a. Produktintervention

Der Zweck, den die BaFin mit einer Produktintervention nach Artt. 42 II 1 lit a) MiFIR, 17 II 1 lit. a) PRIIP und § 15 I WpHG zu verfolgen hat, ist der Schutz der Anleger vor erheblichen Bedenken bzw. der Schutz der Funktionsfähigkeit und der Stabilität des Finanzsystems vor Gefahren, die von einem Finanzprodukt oder einer Finanztätigkeit ausgehen. Der Unionsgesetzgeber hat damit ausdrücklich Kunden-, Funktions- und Finanzsystemstabilitätsschutz als Zweck einer Produktintervention bestimmt.⁶¹⁷ Insbesondere mit § 15 I WpHG

⁶¹⁵ Aus der Rspr. etwa BVerfGE 58, 257, 277 f.; 62, 203, 209 f.; 80, 1, 20; *Martini*, AöR 133 (2008) 155, 163 f.; *Kment*, in: Jarass/Pieroth (Hrsg.), Art. 80 Rn. 14 f.; *Mann*, in: Sachs (Hrsg.), GG, Art. 80 Rn. 29 f.; *Bauer*, in: Dreier (Hrsg.), GG, Bd. II, Art. 80 Rn. 33, 35, 38; *Walla*, Kapitalmarktaufsicht in Dtlid., S. 257; *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 41; *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 67 f.; *Klafki*, Risiko und Recht, 88 f.; *Danwitz*, JURA 2002, 93, 98; die Rspr.-Entwicklung mit Kritik zusammenfassend *Axer*, Exekutive Normsetzung, S. 365 ff., 378 f.; ebenfalls kritisch zur Rechtsprechungsentwicklung *Saurer*, Die Funktionen der Rechtsverordnung, S. 269 ff., 288 ff., 293 ff.; überblicksartig zum Verhältnis von Art. 80 GG und Wesentlichkeitstheorie auch nochmals *Cremer*, AöR 122 (1997), 248, 251 ff.; dazu i.Ü. auch schon Fn. 518.

⁶¹⁶ Zu den Begriffsbestimmungen *Bauer*, in: Dreier (Hrsg.), GG, Bd. II, Art. 80 Rn. 33; *Axer*, Exekutive Normsetzung, S. 368 f.

⁶¹⁷ Zu den Aufsichtszielen im Einzelnen *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 12, Art. 17 PRIIP Rn. 14, 16 ff., Art. 42 MiFIR 15, 17 ff.; *Lehmann/Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage 2020, § 15 WpHG Rn. 2.

übernimmt auch der nationale Gesetzgeber diese und die weiteren Bestimmungen des Unionsgesetzgebers. Denn mit diesem hat er autonom die Produktinterventionsbefugnis des Art. 42 MiFIR für die BaFin über den unionalen Anwendungsbereich auf Vermögensanlagen erweitert.⁶¹⁸ Es gilt aber auch im Übrigen über § 6 V 1 WpHG bzw. § 295 I Nr. 2 VAG, mit denen der Gesetzgeber auf die unionsrechtlich determinierte Produktinterventionsbefugnis verweist und die BaFin zur national zuständigen Behörde erklärt, die auf sie zugreifen darf.

Eine Produktintervention darf nur ein Verbot oder eine Beschränkung von Vermarktung, Vertrieb oder Verkauf⁶¹⁹ von bestimmten Finanzinstrumenten, strukturierten Einlagen, Versicherungsanlageprodukten und Vermögensanlagen sowie Finanzinstrumenten, strukturierten Einlagen, Versicherungsanlageprodukten und Vermögensanlagen mit bestimmten Merkmalen oder eine Form der Finanztätigkeit oder -praxis (Art. 42 I MiFIR, Art. 17 I PRIIP, § 15 I WpHG) zum Gegenstand haben. Das Merkmal „bestimmte Finanzinstrumente“ etc. erlaubt ein Einschreiten gegen eine spezifische Instrumentengattung, die sich durch individuelle Merkmale von anderen Instrumenten unterscheidet; das Merkmal „Finanzinstrumente mit bestimmten Merkmalen“ etc. erlaubt ein Einschreiten gegen Instrumente verschiedener Gattungen, die aber bestimmte gemeinsame Merkmale haben. Die Tatbestandmerkmale „Finanztätigkeit und -praxis“ erweitern den Anwendungsbereich auf über Verkauf, Vertrieb und Vermarktung von Finanzinstrumenten etc. hinausgehende, aber mit ihnen zusammenhängende Verhaltens-

⁶¹⁸ Zum Regelungszweck des § 15 WpHG *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 2, Art. 42 MiFIR Rn. 5; *Lehmann/Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 15 WpHG Rn. 1.

⁶¹⁹ Zu möglichen Unterschieden von Vermarktung, Vertrieb und Verkauf *Seitz*, WM 2017, 1883, 1884.

weisen. Was unter Finanzinstrument (Artt. 2 I Nr. 9 MiFIR, 4 I Nr. 15, Anh. I Abschn. C MiFID II), strukturierte Einlage (Artt. 2 I Nr. 23 MiFIR, 4 I Nr. 43 MiFID II), Versicherungsanlageprodukt (Art. 4 Nr. 2 PRIIP) und Vermögensanlage (§ 1 II VermAnlG) fallen kann, ist jeweils detailliert legaldefiniert.⁶²⁰ In Anbetracht der Vielzahl denkbarer Finanzprodukte und -tätigkeiten und mit ihnen verbundener, nicht stets vorhersehbarer Gefahren ist der mögliche Inhalt einer BaFin-Produktintervention unter Berücksichtigung der nur begrenzten ex-ante-Bestimmungsmöglichkeit als durch den Gesetzgeber hinreichend vorbestimmt anzusehen.

Das Ausmaß der Produktinterventionsbefugnis der BaFin wird zunächst durch die Tatbestandsvoraussetzungen „erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz“, „Gefahr für das ordnungsgemäße Funktionieren [...] der Finanz- oder Warenmärkte [...]“ oder „[...] die Stabilität des [...] Finanzsystems“ begrenzt. Nur wenn eine der Tatbestandsalternativen vorliegt, darf die BaFin überhaupt ein Finanzinstrument etc. verbieten oder beschränken.⁶²¹ Bei der Beurteilung, ob eine der Tatbestandsalternativen vorliegt, hat die BaFin detaillierte vorgegebene Kriterien des auf Artt. 42 VII, 50 MiFIR, 17 VII, 30 PRIIP gestützten Art. 21 DelVO (EU) 2017/567 bzw. Art. 2 DelVO (EU) 2016/1904 zu beachten.⁶²² Dies gilt auch i.R.v. § 15 I

⁶²⁰ Genauer und im Einzelnen zum sachlichen Anwendungsbereich der Produktinterventionsbefugnisse *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 11, Art. 17 PRIIP Rn. 6 f., Art. 42 MiFIR Rn. 8 f.; s.a. *Cahn/Müchler*, BKR 2013, 45, 49 f., allerdings mit Einschränkung zur eingrenzenden Wirkung der Merkmale „Finanztätigkeit und -praxis“; zu § 4b WpHG a.F. ebenfalls einschränkend *Ehlers*, WM 2017, 420, 421 f.

⁶²¹ Im Detail zu dieser ersten materiellen Eingriffsvoraussetzung und insb. zur Unterscheidung „erheblichen Bedenken“ und „Gefahr“ *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 12, Art. 17 PRIIP Rn. 12, 14, 16 ff., Art. 42 MiFIR Rn. 15, 17 ff.; s. noch zu § 4b WpHG a.F. *Ehlers*, WM 2017, 420, 424 f.

⁶²² Im Einzelnen zu den Kriterien der DelVOen *Klingenbrunn*, Produktverbote, 269 ff.; s. dazu sowie zur Frage, ob es sich um abschließende Kriterienkataloge

WpHG, der aus seiner Verweisung auf Art. 42 MiFIR lediglich dessen Abs. 3 und 4 ausnimmt, nicht aber Abs. 7, auf den Art. 21 DelVO (EU) 2017/567 gestützt ist. Aus der damit erfolgten Verweisung auch auf Art. 42 VII MiFIR folgt, dass die hiernach erlassenen delegierten Rechtsakte auch bei einer auf die autonome Ermächtigung des § 15 I WpHG gestützten Produktintervention seitens der BaFin befolgt werden müssen.⁶²³ Die konkretisierenden Vorgaben stammen zwar nicht vom Gesetzgeber, sondern von der Kommission. Sie begrenzen aber gleichwohl den Handlungsspielraum der BaFin und beruhen auf einer ausdrücklichen, auf Art. 290 AEUV gestützten Ermächtigung durch den Unionsgesetzgeber. Dabei hat dieser bereits selbst bestimmte Kriterien wie die Komplexität des Finanzproduktes, die Art der Kunden, an die es vermarktet, vertrieben und verkauft wird, sowie den Leverage-Effekt vorgegeben. Auch den darauf aufbauenden und ergänzenden Kriterien der DelVOen kann daher ein jedenfalls ergänzender Beitrag für die Beurteilung der gesetzgeberischen Bestimmung der Grenzen der Produktinterventionsbefugnis beigemessen werden, die i.E. auch der nationale Gesetzgeber über die Verweisungsnormen § 6 V 1 WpHG, § 295 I Nr. 2 VAG und § 15 I WpHG in Bezug nimmt.

Bevor die BaFin eine Produktintervention verfügt, hat sie nach Artt. 42 II lit. b) bis f), III, IV MiFIR, 17 II lit. b) bis e), III, IV PRIIP zudem weitere gesetzliche Vorgaben zu beachten. Sie muss - mit Ausnahme von Interventionen nach § 15 I WpHG - die ESAs und alle anderen national zuständigen Behörden (Abs. 3, 4), in jedem Fall erheblich betroffene zuständige Behörden anderer Mitgliedstaaten

handelt, auch *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 17 PRIIP Rn. 15, 17, 40 f., Art. 42 MiFIR Rn. 16, 19, 22, 44 ff.; vgl. auch *Busch*, WM 2017, 409, 416 f.

⁶²³ Vgl. auch *Lehmann/Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 15 WpHG Rn. 19.

(Abs. 1 lit. d) und - allerdings nur nach Art. 42 I lit f) MiFIR - ggf. die für die Beaufsichtigung der landwirtschaftlichen Warenmärkte zuständigen öffentlichen Stellen anhören bzw. über Einzelheiten unterrichten; die Produktintervention muss verhältnismäßig sein (Abs. 1 lit. c) und darf sich nicht diskriminierend auf Tätigkeiten aus anderen Mitgliedstaaten auswirken (Abs. 1 lit. e).⁶²⁴ Insbesondere gehen einer Produktintervention der BaFin bestehende regulatorische - d.h. gerade gesetzgeberische - Anforderungen des Unionsrechts (Abs. 1 lit. b) und im Rahmen von § 15 I WpHG auch des nationalen Rechts⁶²⁵ vor, die auf das Finanzprodukt oder die Tätigkeit Anwendung finden. Nur wenn diese den Risiken für Anleger-, Funktions- oder Finanzsystemstabilitätsschutz nicht hinreichend begegnen, kommt eine Produktintervention in Betracht.⁶²⁶

Insgesamt ist die Befugnis der BaFin damit an eine Vielzahl auf den Unionsgesetzgeber rückführbarer, vom nationalen Gesetzgeber in Bezug genommener und damit i.R.v. Art. 80 I GG berücksichtigungsfähiger Kriterien und Bedingungen geknüpft, die in Anbetracht der Komplexität und Technizität einer Produktintervention die Annahme hinreichender Bestimmtheit der Ermächtigung rechtfertigen.

b. Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers

Die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers durch die BaFin ist in § 10d KWG durch den Gesetzgeber vorgeregelt. Detailregelun-

⁶²⁴ Zu den einzelnen Voraussetzungen *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 14 f., Art. 17 PRIIP Rn. 23 ff., 31 ff., Art. 42 MiFIR Rn. 26 ff.

⁶²⁵ Vgl. *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 13, 16.

⁶²⁶ Im Einzelnen zum Vorrang bestehender regulatorischer Anforderungen *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 13, 16, Art. 17 PRIIP Rn. 20 ff., Art. 42 MiFIR Rn. 24 f.; s. dazu auch *Klingenbrunn*, WM 2015, 316, 319.

gen finden sich in der Solvabilitätsverordnung (§§ 33 - 36), die vom BMF auf Grundlage der Verordnungsermächtigung in §§ 10d X, 10 I 1 Nr. 5 lit. a) KWG ergangen ist. Beide dienen der Umsetzung der unionsrechtlichen Vorgaben der Artt. 130, 135 ff. CRD IV. Da es sich bei den §§ 33-36 SolvV um Umsetzungen der Vorgaben des Unionsgesetzgebers handelt, zu denen der nationale Gesetzgeber in seiner Umsetzungsnorm ermächtigt hat, sollten auch sie im Rahmen der *Verbundkompensation* (s.o. E.I.) für die Frage der Bestimmung von Inhalt, Zweck und Ausmaß berücksichtigt werden können.

Der Zweck der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers ergibt sich zwar nicht ausdrücklich aus den Normtexten; im Wege teleologischer Auslegung lässt sich aber zweifelsohne die Abwehr zyklischer Systemrisiken als Zweck erkennen (zu diesem Zweck bereits 3. Teil A.IV.3.b.aa. und bb.aaa.), die in Art. 136 III 1 CRD IV zumindest auch angesprochen wird.

Gegenständlich umfasst die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers nur zusätzlich vorzuhaltendes hartes Kernkapital, Art. 130 I 2 CRD IV, § 10d I 1 KWG. Was unter Kernkapital fällt, ist in Artt. 26, 28 CRR legaldefiniert. Zudem gilt die Befugnis der BaFin nur für im Inland belegene Risikopositionen, § 10d II 1, III 1 u. 2 KWG. Selbst von diesen erfasst sie nicht alle Risikopositionen, sondern nur bestimmte Kreditrisikopositionen, die wiederum legaldefiniert sind (Art. 140 IV CRD IV, § 10d II 1 KWG, § 36 SolvV, Art. 111 ff. CRR). Inhaltlich ist die Festlegungsbefugnis der BaFin damit durch die Gesetzgeber bestimmt.

Darüber hinaus ist ihre Befugnis auch nach dem Ausmaß begrenzt. Nach Artt. 130 I 1, 136 IV 1 CRD IV, § 10d III 1 KWG ist die Festlegung prozentual grundsätzlich⁶²⁷ auf 2,5 % des Gesamtrisiko-

⁶²⁷ Nur ausnahmsweise kann die Festlegung einer höheren Quote gerechtfertigt sein, Art. 136 IV 2 CRD IV, § 10d III 4 KWG.

betrages (vgl. 3. Teil A.IV.3.b.aa.) beschränkt. Eine Kapitalpufferfestlegung hat die BaFin zudem grundsätzlich⁶²⁸ mindestens 12 Monate, bevor sie von den betroffenen Instituten anzuwenden ist, zu veröffentlichen, Art. 136 V CRD IV, § 10d IV KWG. Auch insoweit wird ihre Befugnis beschränkt, als es ihr grundsätzlich nicht möglich ist, den Kapitalpuffer ad hoc festzulegen, sondern nur mit ausreichender Vorlaufzeit für die betroffenen Institute. Für die Festlegung selbst ist ein zweistufiger Mechanismus vorgesehen. Ausgangspunkt hat nach Art. 136 II 3 CRD IV, § 10d III 3 KWG, 33 I 3 SolvV eine Abweichung des Kredite-BIP-Verhältnisses vom langfristigen Trend zu sein (s. auch 3. Teil A.IV.3.b.aa.). Diese ist maßgeblicher Indikator für einen Pufferrichtwert. Nur auf der zweiten Stufe (vgl. Art. 136 III CRD IV) dürfen dann weitere diskretionäre Variablen zur Feinjustierung der Pufferhöhe herangezogen werden. Man spricht insoweit von *guided discretion*, also gelenktem Ermessen.⁶²⁹ Auf beiden Stufen hat die BaFin Empfehlungen sowohl des ESRB⁶³⁰ als auch des ASF⁶³¹ zu beachten, Artt. 135 I, 136 II 3 lit. b), III 2 lit. b) CRD IV, § 10d III 3 KWG, § 33 I 4 Nr. 2, II SolvV. Der Entscheidungsprozess der BaFin ist dadurch derart gesteuert, dass ihr bei der Festlegung keine eigenen - gerichtlich nur eingeschränkt überprüfbaren - Beurteilungs- oder Ermessensspielräume verbleiben.⁶³² Zwar handelt es sich bei den Empfehlungen von ESRB und AFS nicht um unmittelbare Vorgaben des Gesetzgebers selbst. Sowohl das Recht von ESRB

⁶²⁸ Nur bei Vorliegen außergewöhnlicher Umstände ist eine kürzere Frist zulässig, Art. 136 V 3 CRD IV, § 10d IV 3 KWG.

⁶²⁹ *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1224.

⁶³⁰ Insbesondere Empfehlungen zur Messmethodik des Kredite-BIP-Verhältnisses und zu weiteren ergänzenden Variablen ESRB, Empf. v. 18.06.2014 zu Orientierungen zur Festlegung der Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer (ESRB/2014/1), ABl. 2014, C 293/1, Empf. B Nr. 1 u. 3 sowie Empf. C.

⁶³¹ Etwa AFS, Empfehlung v. 27.05.2019 zur Erhöhung des antizyklischen Kapitalpuffers, AFS/2019/1, a.a.O. (Fn. 346).

⁶³² *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1224.

und ASF, Empfehlungen auszugeben, als auch die Pflicht der BaFin, diese im Rahmen der Kapitalpufferfestlegung zu berücksichtigen, folgen aber allein aus den Anordnungen der Gesetzgeber⁶³³, wobei der Unionsgesetzgeber in Art. 135 I lit. a) bis c) CRD IV sogar - wenn zugegebenermaßen auch nur oberflächlich - inhaltliche Vorgaben gemacht hat. Insoweit erscheint auch die vom Gesetzgeber etablierte Engführung der BaFin durch ESRB und ASF, die ihr Ermessens- und Beurteilungsspielräume nimmt, für die Bestimmtheit des Ausmaßes berücksichtigungsfähig. Selbst wenn man dies anders sehen wollte, genügen für die Annahme hinreichender Bestimmtheit des Ausmaßes aber auch schon die durch die Gesetzgeber selbst angeordnete Beschränkung der Höhe des Kapitalpuffers, die 12-monatige Vorlauffrist und die Bestimmung des Kredite-BIP-Verhältnisses als maßgeblichem Initialindikator für den Festlegungsmechanismus.

Insgesamt sind damit Zweck, Inhalt und Ausmaß der Festlegungsbefugnis hinreichend durch die Gesetzgeber bestimmt.

2. Ausgestaltung des Verfahrens der Produktintervention und der Kapitalpufferfestlegung

Normatives Verwaltungshandeln kann durch besondere Ausgestaltung des Verwaltungsverfahrens seitens des Gesetzgebers rechtsstaatliche sowie demokratische Legitimation erfahren.⁶³⁴ Soweit im Verfahren die Beteiligung Betroffener oder der Öffentlichkeit vorgesehen ist, kommt ihm zwar nicht unmittelbar demokratische Legitimation zu, da es am Bezug zur unbestimmten Allge-

⁶³³ Speziell Artt. 135 I, 136 II lit. b), III lit. b) CRD IV, § 33 I 4 Nr. 2, II SolvV, allgemein Artt. 16 f. ESRB-VO bzw. § 10d III 3 KWG und § 3 II-IV FinStabG. Siehe zum act-or-explain-Mechanismus schon 3. Teil A.IV.3.b.aa. sowie 1. Teil C.II.1. m.N. in Fn. 137.

⁶³⁴ Siehe allgemein *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 61 f.

meinheit des Staatsvolkes fehlt und Betroffene kein Teilvolk bilden; die Verfahrensbeteiligung Betroffener kann aber zum Schutz ihrer Belange rechtsstaatlich geboten sein, womit ihr umgekehrt eine rechtsstaatliche Legitimationswirkung zukommt.⁶³⁵ Demokratische Legitimation vermittelt die Ausgestaltung des Verfahrens zumindest, indem sie vom unmittelbar demokratisch legitimierten Gesetzgeber vorgegeben wird. Jedenfalls insoweit kann auch besonderen vom Gesetzgeber vorgeschriebenen Beteiligungsrechten Betroffener und der Öffentlichkeit eine sachlich-inhaltliche demokratische Legitimationswirkung beigemessen werden.⁶³⁶ Der Gesetzgeber schafft mit ihnen von ihrer Rechtsschutzfunktion ausgehend die Möglichkeit, darauf hinzuwirken, dass die Verwaltung die ihr vorgegebenen sachlich-inhaltlichen Handlungsvoraussetzungen einhält.

⁶³⁵ Vgl. *Trute*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdlg. VerwR Bd. I, § 9 Rn. 47, 54; zum Erfordernis der Rückführbarkeit auf das Gesamtvolk als Träger demokratischer Legitimation *Böckenförde*, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), Hdb. StaatsR Bd. II, § 24 Rn. 26 ff.; s.a. *Klafki*, Risiko und Recht, S. 116 f.; *Ehlers*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 6 Rn. 27, 35; *Pünder*, Exekutive Rechtsetzung in den Vereinigten Staaten von Amerika und der Bundesrepublik Deutschland, 1995, S. 277 f., 284; *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 68; s. zu beiden Aspekten unter Legitimationsgesichtspunkten auch *Schmidt-Aßmann*, AöR 116 (1991), 329, 331 f., 348 ff., 368 f., 371 ff.; *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 110 f., 111 f., 152, 156, 166; vgl. auch *Stelkens*, VVDStRL 71 (2012), 369, 390 f.; vgl. speziell zu denkbaren Kompensationswirkungen von Verfahren mit Öffentlichkeitsbeteiligung i.R.v. Art. 80 GG *Saurer*, Die Funktionen der Rechtsverordnung, S. 383 ff., 389 ff., 393 f., 396 f.; auch dazu *Möstl*, in Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 19 Rn. 20 ff.

⁶³⁶ *Trute*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdlg. VerwR Bd. I, § 9 Rn. 47 f., 57; vgl. auch *Schmidt-Aßmann*, VerwR als Ordnungsidee, 6. Kap. Rn. 50 (3. Spiegelstrich), 2. Kap. Rn. 111; *ders.*, AöR 116 (1991) 329, 331 f, 371 ff., 373, 377; darüber hinaus gehend *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 26, 136 f. unter Verweis auf *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 70 ff.; für eine Fruchtbarmachung einer ergänzenden Legitimation exekutiver Normsetzung durch Öffentlichkeitsbeteiligung nach US-amerikanischen Demokratieverständnis *Pünder*, ZG 1998, 242, 250 ff.; ausführlicher *ders.*, Exekutive Normsetzung, S. 248 ff.

a. Verfahrensbeteiligungen

Vor einer Produktintervention sind wie gesehen die Behörden anderer Mitgliedstaaten, die ESA und ggf. weitere öffentliche Stellen anzuhören bzw. zu informieren. Weder Unionsrecht noch nationales Recht sehen aber besondere Beteiligungsrechte der Betroffenen oder der Öffentlichkeit vor. Es gilt daher lediglich die allgemeine Anhörungspflicht nach § 28 VwVfG, der vor belastenden Verwaltungsakten - wie Produktintervention und Kapitalpufferfestlegung (vgl. oben D.I.2.a.) - grundsätzlich eine individuelle Anhörung der Beteiligten verlangt. Wegen des offenen Adressatenkreises ist eine individuelle Anhörung aller insbesondere erst künftig Betroffener nicht möglich. Nimmt man keine über den Wortlaut hinausgehende Anhörungspflicht auch für generelle Maßnahmen aus Art. 41 II lit. a) GRCh an⁶³⁷, könnte die BaFin nach § 28 II Nr. 4 VwVfG bei einer von ihr in Form der Allgemeinverfügung erlassenen Produktintervention und Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers sogar gänzlich von einer individuellen Anhörung absehen. Auch vor einem Verordnungserlass wären jedenfalls von Verfassung wegen weder eine Öffentlichkeitsbeteiligung noch Anhörungsrechte vorgesehen.⁶³⁸ Parlamentsgesetze hingegen kommen im Unterschied zu Verwaltungsmaßnahmen in einem plural ausdifferenzierten und öffentlich

⁶³⁷ Differenzierend *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 17 PRIIP Rn. 28 Fn. 56, Art. 42 MiFIR Rn. 34 Fn. 77; dagegen *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 410 f.; vgl. auch *Kahl*, DVBl 2012, 602, 606; *Gundel*, in: Schulze/Janssen/Kadelbach (Hrsg.), Europarecht, § 3 Rn. 78.

⁶³⁸ Vgl. *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 113 f.; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 86; s.a. *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 247, 398 f.; *Möstl*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 19 Rn. 20; vgl. auch die Übersicht bei Laubinger, Das „Endiviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305, 314; s. speziell zum Zusammenspiel von Art. 80 GG und gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben *Rieckhoff*, Vorbehalt des Gesetzes, S. 254 f.

zugänglichen Entscheidungsprozess zustande.⁶³⁹ Gegenüber einem Parlamentsgesetz könnte der Wahl der Allgemeinverfügung daher ein Minus an demokratischer und rechtsstaatlicher Legitimation attestiert werden, das für die Rechtsverordnung allerdings nach Art. 80 GG, der gleichfalls weder eine Beteiligung der Öffentlichkeit noch der Betroffenen vorsieht, von Verfassung wegen toleriert wird. Im Vergleich zu einer Ermächtigung mittels Rechtsverordnung, Produkte zu beschränken und den antizyklischen Kapitalpuffer festzulegen, bewirkt die Wahl der Allgemeinverfügung also keinen relevanten Unterschied. Hinzu kommt, dass die BaFin, auch wenn sie dazu von Gesetzes wegen nicht verpflichtet gewesen sein sollte, vor ihrer CFD-Produktintervention und der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers öffentliche Anhörungen auf ihrer Homepage durchgeführt hat.⁶⁴⁰

b. Begründung und Bekanntgabe

Grundsätzlich bedarf eine Allgemeinverfügung nach dem nationalen Handlungsformenregime anders als ein Verwaltungsakt, aber wie eine Rechtsverordnung, keiner Begründung (§ 39 II Nr. 5 VwVfG).⁶⁴¹ Etwas anderes ergibt sich allerdings aus Art. 42 V MiFIR,

⁶³⁹ Vgl. *Schmidt-Aßmann/Schöndorf-Haubold*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdlg. VerwR, Bd. I, § 5 Rn. 53; s.a. *Martini*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), Grdlg. VerwR, Bd. II, § 33 Rn. 30.

⁶⁴⁰ Vor Beschränkung des CFD-Handels BaFin, Anhörung v. 20.12.2018, abrufbar https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_181220_anhoerung_allgvfg_Differenzgeschaefte.html, zuletzt 03.07.2024; vor Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers BaFin, Anhörung v. 11.06.2019, GZ: R1-AZB 1134-2019/0001, abrufbar https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190611_anhoerung_allgvfg_antizykl_Kapitalpuffer.html, zuletzt 03.07.2024.

⁶⁴¹ S.a. *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 247; mit der Erwägung einer verfassungsrechtlich gebotenen Begründungspflicht exekutiver Rechtsnormen *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S.197 f., 201.

17 V PRIIP und Art. 74 I 1 MiFID II, die eine Erläuterung der Einzelheiten bzw. eine ordnungsgemäße Begründung verlangen. Ebenso besteht für die Festlegung der Quote des antizyklischen Kapitalpuffers eine unionsrechtlich vorgegebene Begründungspflicht, Art. 136 VII 1 lit. d) CRD IV, § 34 S. 2 Nr. 3 SolvV. Dementsprechend hat die BaFin ihre in Gestalt von Allgemeinverfügungen ergangenen Produktinterventionen und Kapitalpufferfestlegungen bisher auch ausführlich begründet.⁶⁴²

Eine Allgemeinverfügung darf wie eine Rechtsverordnung öffentlich bekanntgegeben werden, wenn dies durch Rechtsvorschrift zugelassen oder eine individuelle Bekanntgabe untunlich ist (vgl. § 41 I 1, III 2 VwVfG).⁶⁴³ Eine Produktintervention der BaFin, die in der Form einer Allgemeinverfügung ergeht, wird nach Art. 42 V 1 MiFIR, 17 V 1 PRIIP und § 41 III 2, IV VwVfG i.V.m. § 17 II FinDAG auf ihrer Homepage öffentlich bekanntgegeben. Gleiches gilt nach Art.136 VII CRD IV, § 10d V 3 KWG, § 34 SolvV und § 41 III 2, IV VwVfG i.V.m. § 17 II FinDAG auch für die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers. Eine Verordnung müsste nach Art. 82 I 2 GG wie ein Gesetz im Bundesgesetzblatt verkündet werden. Dahinter steht das rechtsstaatliche Gebot, dass Rechtsnormen wegen ihrer generellen Wirkung der Öffentlichkeit dergestalt zugänglich zu machen sind, dass Betroffenen eine zumutbare Kenntnisnahme- und Informationsmöglichkeit zuteil wird.⁶⁴⁴ Die Veröffentlichung auf der

⁶⁴² Vgl. BaFin, Allgemeinverfügung v. 23.07.2019, VBS 7-Wp 5427-2018/0057, B., a.a.O. (Fn. 309); BaFin, Allgemeinverfügung v. 28.06.2019, Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers nach § 10d KWG, GZ: R 1-AZB 1134-2019/0001, a.a.O. (Fn. 341).

⁶⁴³ Vgl. auch die Übersicht bei *Laubinger*, Das „Endviensalat-Urteil“, in: Arndt (Hrsg.), FS Rudolf, S. 305,314; s.a. *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 247.

⁶⁴⁴ Vgl. BVerfGE 44, 322, 350; s.a. BVerfGE 65, 283, 291; *Mann*, in: Sachs (Hrsg.), GG, Art. 82 Rn. 1; *Bauer*, in: Dreier (Hrsg.), GG, Art. 82 Rn. 8; *Saurer*, Die Funktionen der Rechtsverordnung, S. 431; s.a. *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 223 f.

Homepage der BaFin gewährleistet in vergleichbarer Weise die in entsprechender Anwendung des Art. 82 I 2 GG gebotene Informationsmöglichkeit für die Betroffenen und die Öffentlichkeit.⁶⁴⁵

Hinsichtlich Begründung und Bekanntgabe bleibt eine abstrakt-generelle Allgemeinverfügung sui generis mithin nicht hinter den Anforderungen, die für eine Rechtsverordnung gelten würden, zurück.

3. Zwischenergebnis

Inhalt, Zweck und Ausmaß der Befugnis der BaFin, abstrakt-generelle Produktinterventionen zu verfügen und den antizyklischen Kapitalpuffer festzulegen, sind durch den (Unions-)Gesetzgeber hinreichend bestimmt. Die rechtsstaatlich gebotenen Anforderungen an Begründung sowie Kenntnisnahme- und Informationsmöglichkeit sind beim Handeln in Form einer Allgemeinverfügung sui generis genauso gegeben wie bei einer Verordnungsermächtigung bzw. gehen sogar über diese hinaus. Instrumente zusätzlicher prozeduraler Legitimation, die das Minus administrativer Normsetzung gegenüber parlamentarischer Gesetzgebung verringern, bestehen zwar nicht. Da solche von Verfassung wegen selbst für eine Verordnungsermächtigung nicht vorgesehen wären, bleibt aber auch insoweit das Legitimationsniveau einer Allgemeinverfügung sui generis nicht hinter dem einer Rechtsverordnung zurück, zumal das Legitimationsminus gegenüber einem Parlamentsgesetz durch die tatsächliche Anhörungspraxis der BaFin eine gewisse Kompensation erfährt⁶⁴⁶. Entsprechende Instrumente sind daher jedenfalls von Verfassung wegen nicht zwingend, was aber nicht

⁶⁴⁵ Zur entsprechenden Anwendung von Art. 82 I 2 GG auf andere Formen delegierter Normsetzung *Axer*, Exekutive Normsetzung, S. 403 ff.

⁶⁴⁶ Vgl. auch *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 82.

ausschließt, dass ihre rechtliche Fixierung demokratietheoretisch und rechtspolitisch wünschenswert ist. Auf entsprechende Reformoptionen wird im 5. Teil eingegangen.

II. Produktinterventionsbefugnis der ESAs

Entsprechend Art. 290 I AEUV müssten für die Produktinterventionsbefugnisse der ESAs Ziel, Inhalt und Geltungsbereich sowie Dauer vom Gesetzgeber festgelegt sein. Art. 290 I AEUV verlangt, dass zu jedem der Kriterien im Gesetzgebungsakt eine Aussage getroffen wird, wobei die Kriterien ein bewegliches System bilden, das einen wechselseitigen Ausgleich von Unbestimmtheiten erlaubt.⁶⁴⁷

1. Festlegung von Ziel, Inhalt, Geltungsbereich und Dauer der ESA-Befugnis

Ziel meint den nach dem Willen des Gesetzgebers von der Verwaltung anzustrebenden Zustand.⁶⁴⁸ In Artt. 40 II lit. a), 41 II lit. a) MiFIR, 16 II lit. a) PRIIP hat der Gesetzgeber vorgesehen, dass die ESAs mit Produktinterventionen Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes bzw. Gefahren für die Funktionsfähigkeit der Finanz- und Warenmärkte oder die Stabilität des Finanzsystems abwehren sollen. Er hat damit Anlegerschutz, Funktionsfähigkeit der Finanz- und Warenmärkte sowie Finanzsystemstabilität als Ziele von ESA-Produktinterventionen festgelegt.⁶⁴⁹

⁶⁴⁷ *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 290 AEUV Rn. 48; vgl. auch *Hetmeier*, in: Lenz/Borchardt (Hrsg.), EU-Verträge, Art. 290 AEUV Rn. 3, 11.

⁶⁴⁸ *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 290 AEUV Rn. 48.

⁶⁴⁹ Im Einzelnen zu den Aufsichtszielen *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 16 PRIIP Rn. 12 ff., Art. 40 MiFIR Rn. 10 ff.

Geltungsbereich meint den Sachbereich, für den die Verwaltung eine Regelung treffen darf. Mit der Festlegung des Inhalts ist eine Umschreibung der Mittel gemeint, die von der Verwaltung dabei ergriffen und der Entscheidungen, die von ihr getroffen werden können sollen.⁶⁵⁰ Die ESAs können nach Art. 9 V ESA-VOen - abgesehen von Krisenfällen (Art. 18 ESMA-VO)⁶⁵¹ - Produkte nur verbieten oder beschränken, wenn sie dazu in einem Gesetzgebungsakt ermächtigt sind, wie dies mit Artt. 40, 41 MiFIR, 16 PRIIP erfolgt ist. Der Gesetzgeber hat es also in der Hand, den Inhalt der Produktinterventionsbefugnis vorzuzeichnen. Trifft er selbst die wesentlichen Regeln für eine Produktintervention, so bleibt den ESAs kein weiterer Ermessensspielraum und damit das institutionelle Gleichgewicht gewahrt.⁶⁵²

Eine Produktintervention darf nur ein vorübergehendes Verbot oder eine Beschränkung von Vermarktung, Vertrieb oder Verkauf von bestimmten Finanzinstrumenten, strukturierten Einlagen und Versicherungsanlageprodukten bzw. von Finanzinstrumenten, strukturierten Einlagen und Versicherungsanlageprodukten mit bestimmten Merkmalen oder eine Form der Finanztätigkeit oder -praxis zum Inhalt haben (vgl. Artt. 40 I, 41 I MiFIR, 16 I PRIIP). Insoweit kann auf obige Ausführungen verwiesen werden (vgl. E.I.1.a.), so dass auch der Geltungsbereich der Produktinterventionsbefugnis der ESAs als ebenso durch den Unionsgesetzgeber eingegrenzt anzusehen ist.

In diesem abgesteckten Bereich ist der Handlungsspielraum der ESAs inhaltlich weiter dadurch begrenzt, dass sie Finanzprodukte oder -tätigkeiten nur beschränken oder verbieten dürfen, wenn

⁶⁵⁰ *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 290 AEUV Rn. 48.

⁶⁵¹ Zu den Befugnissen der ESAs im Krisenfall *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 251 ff.

⁶⁵² Vgl. *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 257.

tatsächlich erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz bestehen bzw. eine Gefahr für die Funktionsfähigkeit der Finanz- und Warenmärkte oder die Stabilität des Finanzsystems besteht.⁶⁵³ Bei der Beurteilung, ob eine dieser Tatbestandsalternativen vorliegt, haben die ESAs detailliert vorgegebene Kriterien der diese konkretisierenden auf Artt. 40 VIII, 41 VIII, 50 MiFIR, 16 VIII, 30 PRIIP gestützten Artt. 19, 20 DelVO (EU) 2017/567 bzw. Art. 1 DelVO (EU) 2016/1904 zu beachten.⁶⁵⁴ Da der Gesetzgeber die Kommission nicht nur gemäß Art. 290 AEUV zur Festlegung der konkretisierenden Kriterien per Gesetzgebungsakt ermächtigt, sondern ebensolche - wie die Komplexität des Finanzproduktes oder die Art der Kunden - selbst vorgegeben hat⁶⁵⁵, können auch sie für die Frage, ob der Gesetzgeber den wesentlichen Inhalt selbst festgelegt hat, berücksichtigt werden (vgl. auch oben E.I.1.a.). Die ESAs besitzen bei ihrer Entscheidung in der Folge kein weites Ermessen, da ihre Befugnis auf die Subsumtion des Sachverhalts unter diese detaillierten, abschließend⁶⁵⁶ vorgegebenen, dem Gesetzgeber zurechenbaren Kriterien begrenzt ist. Sie stellt sich damit als genau umgrenzte Ausführungsbefugnis i.S.d. Meroni-Doktrin dar.⁶⁵⁷

⁶⁵³ Vgl. ähnlich zu Art. 28 LeerverkaufsVO EuGH, Urt. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12, Rn. 46, 49 - ESMA; vgl. zu Artt. 40, 41 MiFIR *Klingenbrunn*, Produktverbote, 259 f.; im Einzelnen zu den Tatbestandsmerkmalen *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 16 PRIIP Rn. 13 ff., Art. 40 MiFIR Rn. 11 ff.

⁶⁵⁴ Zu nach den DelVOen zu berücksichtigenden Kriterien *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 16 PRIIP Rn. 16, 18, Art. 40 MiFIR Rn. 13 f., 16; s.a. *Klingenbrunn*, Produktverbote, 269 ff.

⁶⁵⁵ Auch dazu wiederum *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 16 PRIIP Rn. 29 f., Art. 40 MiFIR Rn. 34 f.

⁶⁵⁶ Für einen abschließenden Charakter des Kriterienkatalogs gerade wegen des Verbots weitreichender Ermessensspielräume der ESAs *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 16 PRIIP Rn. 12, Art. 40 MiFIR Rn. 10; *Busch*, WM 2017, 409, 416 f., 419.

⁶⁵⁷ Ähnlich zu Art. 28 LeerverkaufsVO EuGH, Urt. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12 Rn. 51 ff. - ESMA; vgl. dazu auch *Manger-Nestler*, GPR 2014, 141, 142; *Ohler*, JZ

Darüber hinaus hat der Gesetzgeber jeweils in Abs. 2 lit. b) und c), Abs. 3 und Abs. 4 von Artt. 40, 41 MiFIR und 16 PRIIP noch weitere Voraussetzungen festgeschrieben, die die ESAs bei einer Produktintervention zu beachten haben. Eine ESA-Produktintervention ist subsidiär gegenüber Maßnahmen mitgliedstaatlicher Behörden (Abs. 2 lit. c). Nur wenn diese keine bzw. keine ausreichenden Maßnahmen ergreifen, darf eine ESA selbst eine Produktintervention vornehmen.⁶⁵⁸ Die ESAs haben sicherzustellen, dass ihre Produktintervention keine unverhältnismäßig negativen Auswirkungen auf die Finanzmärkte oder die Anleger hat (Abs. 3 lit. a), kein Risiko einer Aufsichtsarbitrage schafft (Abs. 3 lit. b) und sie müssen die zuständigen mitgliedstaatlichen Behörden unterrichten (Abs. 4) und die ESMA, ggf. die für die Beaufsichtigung der landwirtschaftlichen Warenmärkte zuständigen öffentlichen Stellen anhören (Art. 40 III lit. c).⁶⁵⁹ Insbesondere gehen regulatorische Anforderungen, die gerade der Gesetzgeber getroffen hat, einer Produktintervention der ESAs vor. Nur wenn regulatorische Anforderungen, die auf das in Rede stehende Finanzprodukt bzw. die Finanztätigkeit Anwen-

2014, 249, 250; *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 128 f.; a.A.: *Skowron*, EuZW 2014, 349, 351 f., der eine Konkretisierung durch die Kommission nicht für berücksichtigungsfähig hält und wegen der Unbestimmtheit der Tatbestandsmerkmale einen weiten Beurteilungs- und Ermessenspielraum annimmt; ähnlich *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 227 f., 232 ff., 235; skeptisch mit Blick auf die Produktinterventionsbefugnis der ESAs *Klingenbrunn*, Produktverbote, S. 260 ff., 281.

⁶⁵⁸ Vgl. zur Berücksichtigung der Subsidiarität als Kriterium der Meroni-Doktrin zu Art. 28 LeerverkaufsVO EuGH, Urt. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12, Rn. 46 - ESMA; allg. zur Subsidiarität *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 16 PRIIP Rn. 24, Art. 40 MiFIR Rn. 21; s.a. *Cahn/Müchler*, BKR 2013, 45, 48.

⁶⁵⁹ Vgl. zur Berücksichtigung ähnlicher Voraussetzungen des Art. 28 LeerverkaufsVO als Kriterien der Meroni-Doktrin EuGH, Urt. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12, Rn. 47, 50 - ESMA; skeptisch zur Berücksichtigung von Konsultationspflichten i.R.d. Meroni-Doktrin *Skowron*, EuZW 2014, 349, 351; allg. zu diesen Voraussetzungen *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 16 PRIIP Rn. 25 ff., Art. 40 MiFIR Rn. 22 ff.

dungen finden, die Bedenken bzw. die Gefahr nicht abwenden, dürfen die ESAs ein Verbot oder eine Beschränkung aussprechen (Abs. 2 lit. b).⁶⁶⁰ In der Praxis hat dementsprechend etwa die ESMA von ihrer Produktinterventionsbefugnis zur Beschränkung von CFD auch nur Gebrauch gemacht, soweit die bestehenden gesetzgeberischen Regularien - der MiFID II, der MiFIR und der PRIIP - nicht ausreichten, um die von CFD ausgehenden Gefahren für den Anleger-schutz abzuwenden, und nur solange bis die mitgliedstaatlichen Aufsichtsbehörden durch unionsweit deckungsgleiche Maßnahmen einen hinreichenden Schutz gewährleistet hatten.⁶⁶¹

Die schließlich nach Art. 290 I UA 2 S. 1 AEUV erforderliche Festlegung der Dauer der Befugnisübertragung verlangt zwar keine Beschränkung der Dauer. Vielmehr kann der Gesetzgeber sowohl eine befristete als auch eine unbefristete Befugnisdelegation vorsehen.⁶⁶² Die Geltungsdauer einer Produktintervention einer ESA ist gleichwohl beschränkt. Nach sechs bzw. drei Monaten tritt sie von

⁶⁶⁰ Zum Vorrang regulatorischer Anforderungen gerade auch zur nach der Meroni-Doktrin gebotenen Begrenzung des Ermessens der ESAs *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 16 PRIIP Rn. 21 f., 23, Art. 40 MiFIR Rn. 19, 20; *Klingenbrunn*, WM 2015, 316, 318 f.

⁶⁶¹ Siehe im Ausgangspunkt ESMA, Beschluss (EU) 2018/796 v. 22.05.2018 zur vorübergehenden Beschränkung von Differenzgeschäften (CFD), abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A32018X0601%2802%29>, zuletzt 03.07.2024, Rn. 53 ff. und Rn. 80 ff.; vgl. sodann etwa OPINION OF THE EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY of 30 July 2019 on the product intervention measures relating to contracts for differences proposed by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht of Germany, ESMA35-43-1986, 1. (7), abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-35-43-1986-esma_opinion_under_article_432_mifir_de_cfd.pdf, zuletzt 03.07.2024; vgl. auch schon 3. Teil b.IV.2.b.; kritisch mit Blick auf das Erfordernis der Subsidiarität demgegenüber *Gurlit*, WM 2020, 105, 106.

⁶⁶² *König/Kleinlein*, in: Schulze/Janssen/Kadelbach, Europarecht, § 2 Rn. 98; *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 290 AEUV Rn. 51; *Hetmeier*, in: Lenz/Borchardt (Hrsg.), EU-Verträge, Art. 290 AEUV Rn. 14; *Ilgner*, Durchführung der Rechtsakte des europ. Gesetzgebers, S. 205.

Gesetzes wegen automatisch außer Kraft, vgl. Artt. 40 VI, 41 VI MiFIR, 16 VI PRIIP, Art. 9 ESA-VOen (hierzu bereits 3. Teil B.IV.2.a.). Dementsprechend hat etwa die ESMA in der Praxis von ihrer Produktinterventionsbefugnis zur Beschränkung von CFD zwar wiederholt, aber stets nur zeitlich begrenzt für die Dauer von drei Monaten Gebrauch gemacht (vgl. hierzu 3. Teil B.IV.2.b.). Hält eine ESA ein dauerhaftes Verbot für notwendig, kann sie dieses nicht selbst verfügen. Art. 9 V UA 4 ESA-VOen sehen lediglich vor, dass sie die Kommission darüber informieren können, der es sodann obliegt, über eine entsprechende Gesetzesinitiative zu befinden. Die Befugnis, ein Finanzprodukt endgültig zu verbieten, liegt also nicht bei den ESAs, sondern weiterhin bei den Unionsorganen und letztlich beim Unionsgesetzgeber.⁶⁶³

Insgesamt ist damit festzustellen, dass der Gesetzgeber Ziel, Inhalt, Geltungsbereich und Dauer der Produktinterventionsbefugnis der ESAs festgelegt hat. Dabei hat er auch die wesentlichen Aspekte selbst geregelt, indem er die Befugnis der ESAs an diverse Kriterien und Bedingungen geknüpft hat, die den Handlungsspielraum der ESAs derart beschränken, dass sich ihre Entscheidung nach dem - wie hier vorgeschlagen - insoweit heranzuziehenden Meroni-Maßstab in den Worten der ESMA-Entscheidung des EuGHs nur noch als *Tatsachenbeurteilung technischer Art*⁶⁶⁴ präsentiert.

⁶⁶³ Vgl. zur Berücksichtigung der Vorläufigkeit einer Maßnahme als Kriterium der Meroni-Doktrin zu Art. 28 LeerverkaufsVO EuGH, Urt. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12, Rn. 50 - ESMA; vgl. auch *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 258, die in der Folge von der Wahrung des institutionellen Gleichgewichts ausgeht; so auch *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 40 MiFIR Rn. 30, 32; skeptisch hingegen *Skowron*, EuZW 2014, 349, 351.

⁶⁶⁴ Vgl. so i.E. zur nicht unähnlich ausgestalteten Befugnis der ESMA, Leerverkäufe zu verbieten, EuGH, Urt. v. 22.01.2014, Rs. C-270/12, Rn. 45, 52 ff. - ESMA; befürwortend *Manger-Nestler*, GPR 2014, 141, 142; *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 128 f.; zustimmend auch mit Blick auf die Produktinterventionsbefugnis der ESAs *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 40 MiFIR Rn. 4, Art. 16 PRIIP Rn. 4; ablehnend demgegenüber selbst

2. Ausgestaltung des Produktinterventionsverfahrens

a. Verfahrensbeteiligungen

Legitimationssteigernde Beteiligungsrechte der Betroffenen oder der Öffentlichkeit (vgl. dazu schon oben E.I.2.)⁶⁶⁵ sind seitens des Unionsgesetzgebers auch für das Verfahren einer Produktintervention durch die ESAs nicht vorgesehen. Art. 40 III lit. c), IV, 41 III lit. c), IV MiFIR, 16 III lit. c), IV PRIIP sehen vor Erlass einer ESA-Produktintervention lediglich die Unterrichtung der mitgliedstaatlichen Behörden und ggf. anderer öffentlicher Stellen vor (s.o.), aber weder eine Beteiligung der Öffentlichkeit noch eine Anhörung der Betroffenen. Art. 39 I ESA-VOen sowie Art. 41 II lit. a) GRCh fordern nur bei adressatengerichteten, individuellen Maßnahmen eine individuelle Anhörung.⁶⁶⁶ Die Produktinterventionen ergehen allerdings adressatenlos, generell (s. 3. Teil B.IV.2.a. und b.), so dass es nicht einmal einer individuellen Anhörung bedürfte, was genauso aber auch bei einer delegierten Verordnung gelten würde. Insoweit bewirkt die Wahl der Handlungsform damit keinen Unterschied. Faktisch dürfte zudem zumindest eine gewisse Kompensation des Legitimationsminus der administrativen Normsetzung darin zu sehen sein, dass auch die ESMA, auch wenn sie hierzu nicht verpflichtet

mit Blick auf die Leerverkaufsverbotsbefugnis *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 231 ff.; ebenso *Kohtamäki*, EuR 2014, 321, 328; skeptisch auch mit Blick auf Art. 40 ff. MiFIR *Klingenbrunn*, Produktverbote, S. 260 f.

⁶⁶⁵ Vgl. auch *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 74, 82.

⁶⁶⁶ *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 409 ff.; vgl. auch *Gundel*, in: Schulze/Janssen/Kadelbach (Hrsg.), Europarecht, § 3 Rn. 78; anders wohl mit Blick auf Art. 41 II lit. a) GRCh *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 40 MiFIR Rn. 27, Art. 16 PRIIP Rn. 27.

war, vor Erlass ihrer ersten abstrakt-generellen Produktinterventionen eine öffentliche Anhörung durchgeführt hat.⁶⁶⁷

Bei entsprechender Anwendung von Art. 290 AEUV könnte aber darüber hinaus analog Art. 290 II AEUV ein Widerrufs- oder Einspruchsrecht von Rat und Parlament zu fordern sein. Anders als Artt. 9, 18 ESA-VO, die eine Feststellung des Krisenfalls zumindest durch den Rat als Mitgesetzgeber verlangen,⁶⁶⁸ ist für eine Produktintervention nach Artt. 40, 41 MiFIR, Art. 16 PRIIP weder eine Rats- noch eine Parlamentsbeteiligung vorgesehen. Gegen eine entsprechende Anwendung auch von Art. 290 II AEUV spricht allerdings bereits im Ausgangspunkt, dass selbst im unmittelbaren Anwendungsbereich von Art. 290 AEUV umstritten ist, ob Art. 290 II AEUV überhaupt zwingend⁶⁶⁹ oder bloß eine unverbindliche Option des Gesetzgebers ist, auf die dieser auch gänzlich verzichten kann,⁶⁷⁰ und ob die von Art. 290 II AEUV ausdrücklich aufgezählten „Möglichkeiten“ als abschließend⁶⁷¹ zu verstehen sind. Entschieden gegen

⁶⁶⁷ Vgl. ESMA, Call for evidence v. 18.01.2018 (ESMA35-43-904), abrufbar https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-904_call_for_evidence_-_potential_product_intervention_measures_on_cfds_and_bos_to_retail_clients.pdf, zuletzt 03.07.2024.

⁶⁶⁸ Vgl. *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufen, S. 235.

⁶⁶⁹ Dafür: *Gellermann*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 290 AEUV Rn. 10; *Kollmeyer*, Delegierte Rechtsetzung, S. 281; s.a. *Greiner*, Reform der Komitologie, S. 106 f., 115; *Vedder*, in: Vedder/Heintschel von Heinegg (Hrsg.), Europäisches Unionsrecht, 2. Auflage 2018, Art. 290 AEUV Rn. 12; *Kotzur*, in: Geiger/Khan/Kotzur/Kirschmair (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 290 AEUV Rn. 5.

⁶⁷⁰ Dafür *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 290 AEUV Rn. 59; *Schoo*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 290 AEUV Rn. 18; *Hetmeier*, in: Lenz/Borchardt (Hrsg.), EU-Verträge, Art. 290 AEUV Rn. 15, 17, 18; *Ilgner*, Durchführung der Rechtsakte des europ. Gesetzgebers, S. 208; *Weiß*, EuR 2016, 631, 646.

⁶⁷¹ Dagegen insb. Europäisches Parlament, Entschließung zur legislativen Befugnisübertragung, v. 05.05.2010, ABl. 2011 C 81 E, S. 7 (Nr. 2); s.a. *Weiß*, EuR 2016, 631, 646.

Dafür hingegen die überwiegende Auffassung: *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 290 AEUV Rn. 66; *Schmidt*, in:

eine entsprechende Anwendung auch von Art. 290 II AEUV auf die vorliegend untersuchten Befugnisse der Finanzaufsicht spricht aber, dass die dort vorgesehenen Einflussnahmemöglichkeiten des Unionsgesetzgebers im Widerspruch zur Unabhängigkeit der Finanzaufsichtsbehörden (s.o. D.II.2.c.bb.) stünden. Zwar ist die Unabhängigkeit der ESAs nur sekundärrechtlich fundiert (Artt. 42, 46, 49, 52 ESA-VOen). Die unionsrechtlich postulierte Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörden ist zur Gewährleistung einer effektiven Finanzaufsicht (dazu bereits im 2. Teil B.II.) aber geboten und gerechtfertigt.⁶⁷²

Stattdessen soll daher in Betracht gezogen werden, die infolge auch ihrer Unabhängigkeit geringere Legitimation (s.o. D.II.2.c.bb.) des normativen Verwaltungshandelns des ESAs anderweitig durch Regelung eines - der Anhörungspraxis der ESMA entsprechenden - besonderen rechtsförmigen Verwaltungsverfahrens mit Öffentlichkeitsbeteiligung weiter zu kompensieren.⁶⁷³ Entsprechenden Reformoptionen wird im 5. Teil nachgegangen.

von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), *Europ. UnionsR*, Art. 290 AEUV Rn. 32; *Kotzur*, in: Geiger/Khan/Kotzur (Hrsg.), *EUV/AEUV*, Art. 290 AEUV, Rn. 6; *Ruffert*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), *EUV/AEUV*, Art. 290 AEUV Rn. 23 m.w.N.; *Hetmeier*, in: Lenz/Borchardt (Hrsg.), *EU-Verträge*, Art. 290 Rn. 15, 17; *Möllers/Achenbach*, *EuR* 2011, 39, 41; *Greiner*, *Reform der Komitologie*, S. 106 f., 109 ff., 115; *Kollmeyer*, *Delegierte Rechtsetzung*, S. 289 f.

⁶⁷² Vgl. zum Gebot der Unabhängigkeit der BNetzA EuGH, *Urt. v. 02.09.2021*, Rs. C-718/18, Rn. 112, 126, 130; vgl. zur Bankenaufsicht BVerfG, *Urt. v. 30.07.2019*, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 124 ff., 132 ff., 135 ff., 207 ff., 219 ff., 223, 267 ff., 278 ff. - *Bankenunion* - für eine sowohl unionsrechtlich als auch grundgesetzlich gerechtfertigte Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörden; s.a. allg. für eine Unabhängigkeit der Finanzaufsichtsbehörden *Gurlit*, *ZBB* 2023, 69, 72 f., 74, 75 f., 77 f., 82.

⁶⁷³ Vgl. allg. für eine ergänzende Legitimationsfunktion von Elementen partizipatorischer Demokratie schon BVerfGE 123, 267, 369 - Lissabon -; vgl. insoweit gerade zur Legitimation von EU-Agenturen auch *Michel*, *Institutionelles Gleichgewicht*, S. 159; dazu auch *Groß*, *JZ* 2012, 1087, 1092; vgl. speziell zur Legitimation administrativer Rechtsetzung durch EU-Agenturen *Weiß*, *EuR* 2016, 631, 661; s.a. *Gurlit*, *ZBB* 2023, 69, 74, 82.

b. Begründung und Bekanntgabe

Im Übrigen sind alle Unionsrechtsakte nach Art. 296 II AEUV, Art. 41 II lit. c) GRCh zu begründen, wobei die Anforderungen an die Begründungsdichte bei Einzelfallmaßnahmen höher sein sollen als bei Rechtsakten mit allgemeiner Geltung.⁶⁷⁴ Nach Art. 297 II AEUV sind Rechtsakte, die nicht an einen oder mehrere bestimmte Adressaten gerichtet sind, im Amtsblatt der EU zu veröffentlichen, während adressatengerichtete Maßnahmen individuell bekanntzugeben sind. Auch insoweit verläuft also eine Trennlinie gerade zwischen Handlungsformen mit abstrakt-generellem und solchen mit individuellem Regelungsgehalt.⁶⁷⁵ ESA-Produktinterventionen sind auf deren Homepage bekanntzugeben (Artt. 40 V, 41 V MiFIR, 16 V PRIIP) und nach Artt. 40 I, 41 I MiFIR, 16 I PRIIP i.V.m. Artt. 9 V, 39 II ESA-VOen zu begründen. Die ESMA veröffentlichte bisher den Tenor ihrer Produktinterventionen auf ihrer Homepage und eine ausführliche Begründung im Amtsblatt.⁶⁷⁶ Begründung und Bekanntgabe von Produktinterventionen entsprechen also den Anforderungen, die das Unionsrecht auch an eine Verordnung stellen würde. Insoweit bewirkt die Wahl der Handlungsform also keinen Unterschied.

3. Zwischenergebnis

Als Zwischenergebnis kann festgehalten werden, dass die den ESAs vom Gesetzgeber eingeräumte Befugnis, abstrakt-generelle Produktinterventionen zu erlassen, den - wie vorgeschlagen - entsprechend heranzuziehenden Anforderungen des Art. 290 I AEUV an die Festlegung von Ziel, Inhalt, Geltungsbereich und Dauer durch

⁶⁷⁴ Glaser, *Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre*, S. 411 ff., 458; s.a. Gundel, in: Schulze/Janssen/Kadelbach (Hrsg.), *Europarecht*, § 3 Rn. 78.

⁶⁷⁵ Lange, in Leible/Terhechte (Hrsg.), *EnzEuR Bd. 3*, § 37 Rn. 53.

⁶⁷⁶ Vgl. Gurlit, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), *WertpapierhandelsR*, Art. 40 MiFIR Rn. 29.

den Gesetzgeber genügt. Dieser hat dabei unter Zugrundelegung des Meroni-Maßstabs nach der ESMA-Entscheidung des EuGHs auch die wesentlichen Aspekte selbst geregelt. Auch die Anforderungen an Anhörung der Betroffenen, Begründung und Bekanntgabe stehen einem Handeln in Form eines adressatenlosen Beschlusses sui generis nicht entgegen, da sie sich von denen, die bei einer Verordnungsermächtigung gelten würden, nicht unterscheiden.

III. Befugnis der EZB, den antizyklischen Kapitalpuffer festzulegen

1. Festlegung von Ziel, Inhalt und Geltungsbereich und Dauer der EZB-Befugnis

Art. 1 I SSM-VO bestimmt ausdrücklich, dass der EZB besondere Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute übertragen werden, u.a. um einen Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems in der Union zu leisten. Art. 9 I SSM-VO bindet die Befugnisse der EZB an den Zweck der Wahrnehmung der ihr übertragenen Aufgaben, zu denen auch die Festlegung eines strengeren antizyklischen Kapitalpuffers zählt (Art. 5 II SSM-VO). Mit Artt. 9 I, 5 II, 1 I SSM-VO hat der Unionsgesetzgeber also insbesondere die Finanzsystemstabilität als Ziel einer Kapitalpufferfestlegung durch die EZB festgelegt.

Inhalt und Geltungsbereich der Befugnis der EZB hat er in Art. 5 II SSM-VO hingegen nur rudimentär vorgegeben. Nach Artt. 5 II, 9 II 1 SSM-VO hat die EZB allerdings, soweit das „einschlägige Unionsrecht“ - wie beim antizyklischen Kapitalpuffer - aus Richtlinien besteht, auch das nationale Umsetzungsrecht anzuwenden (s. dazu bereits 3. Teil B.IV.3.a.). Insoweit handelt es sich nicht um rein au-

tonomes nationales Recht⁶⁷⁷, das allein dem nationalen Gesetzgeber zuzurechnen ist, sondern um nationales Recht in oder jedenfalls bei Gelegenheit⁶⁷⁸ der Umsetzung von Unionsrecht, das damit auch auf den Unionsgesetzgeber zurückgeht, so dass beide Gesetzgeber dem Handeln der EZB demokratische Legitimation vermitteln (s.o. D.II.3.b.). Mithin sollten für die Frage der Festlegung von Ziel, Inhalt, Geltungsbereich und Dauer der EZB-Befugnis analog Art. 290 I AEUV neben den unionsrechtlichen Vorgaben der Pufferfestlegungen, die sich aus Art. 5 II, IV, V SSM-VO und Art. 130, 135 ff. CRD IV ergeben, auch die nationalen Bestimmungen, die die EZB zu beachten hat, berücksichtigt werden. Soweit der Unionsgesetzgeber auf die Anwendung nationalen Rechts verweist, kann man dann von einer *umgekehrten Verbundkompensation* sprechen (vgl. oben E.I.). Die von der EZB bei der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers anzuwendenden deutschen Vorschriften finden sich in § 10d KWG und §§ 33-36 SolvV, mit denen die Artt. 130, 135 ff. CRD IV umgesetzt wurden.⁶⁷⁹

Art. 5 II SSM-VO verweist für die Festlegung der Quote des antizyklischen Kapitalpuffers ausdrücklich auf die in der CRD IV festgelegten Verfahren und bestimmten Fälle. Nur nach dem insoweit vorgesehenen Verfahren und beim Vorliegen der vorgegebenen Voraussetzungen darf daher die EZB den Kapitalpuffer festlegen.

⁶⁷⁷ Vgl. zur Nichtanwendbarkeit autonomen nationalen Rechts durch die EZB i.R.d. SSM *Berger*, WM 2016, 2325, 2333 f.; *Sacarcelik*, BKR 2013, 353, 358; vgl. auch *Glos/Benzing*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 2 Rn. 55, 184.

⁶⁷⁸ D.h. etwa in Ausfüllung von Umsetzungsspielräumen, in Ausübung von Wahlrechten oder überschießend im Wege des *gold plating*; vgl. zur nicht unstrittigen Reichweite des Anwendungsbefehls des Art. 4 III UA 1 SSM-VO nochmals: restriktiv *Kämmerer*, WM 2016, 1, 3 f.; großzügiger *Schuster*, EuZW-Beilage 2014, 3, 8; *Lackhoff*, SSM, S. 96 Rn. 423 ff.; im Überblick m.w.N. *Berger*, WM 2016, 2325, 2332 f.

⁶⁷⁹ Allg. *Berger*, WM 2016, 2325, 2331.

Die sich aus Art. 130, 135 ff. CRD IV ergebenden und in § 10d KWG, §§ 33 ff. SolvV umgesetzten Vorgaben (s.o. E.I.1.b.) gelten entsprechend auch für die EZB: Die EZB ist nur befugt, das Vorhalten zusätzlichen harten Kernkapitals für bestimmte Kreditrisikopositionen zu verlangen. Sie ist bei der Festlegung eines strengeren antizyklischen Kapitalpuffers grundsätzlich auf eine Höhe von 2,5 % des Gesamtrisikobetrages beschränkt, sie hat die Festlegung grundsätzlich mindestens 12 Monate vor ihrer Anwendbarkeit zu veröffentlichen, als maßgeblichen Indikator muss sie das Kredite-BIP-Verhältnis heranziehen, nur ergänzend darf sie weitere diskretionäre Indikatoren einfließen lassen, auf beiden Stufen ist sie verpflichtet, zumindest die Empfehlungen des ESRB zu berücksichtigen. Auch die Festlegungsbefugnis der EZB ist damit so vorgesteuert, dass ihr kein Ermessen verbleibt, jedenfalls kein weites Ermessen i.S.d. Meroni-Doktrin nach der ESMA-Entscheidung. Vielmehr beschränkt insbesondere der Festlegungsmechanismus auch ihre Befugnis - in Anlehnung an die ESMA-Entscheidung - auf eine *Tatsachenbeurteilung technischer Art*.

Selbst wenn diese Voraussetzungen vorliegen, darf die EZB den antizyklischen Kapitalpuffer nicht direkt selbst festlegen. Aus den Formulierungen „erforderlichenfalls“, „anstelle“ und „strengere“ in Art. 5 II SSM-VO ergibt sich, dass die Befugnis der EZB, den antizyklischen Kapitalpuffer festzulegen, ähnlich wie die Befugnisse der ESAs gegenüber einer Maßnahme der national zuständigen Behörden subsidiär ist. Nur wenn eine solche keinen oder einen zu niedrigen Puffer festgelegt, darf die EZB ihn selbst festlegen.⁶⁸⁰

⁶⁸⁰ Gurlit, WM 2015, 1217, 1222; dies./Schnabel, ZBB 2015, 349, 357; Schuster, EuZW Beilage 2014, 3, 7 f.; Ohler, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 236; Lackhoff, SSM, S. 186 Rn. 799, 805, 808 f.

Nach Art. 5 IV SSM-VO, 105 SSM-RahmenVO hat die EZB, bevor sie den antizyklischen Kapitalpuffer festlegt, wie die ESAs die mitgliedstaatlichen Behörden zu konsultieren.⁶⁸¹

Eine Kapitalpufferfestlegung ist von Gesetzes wegen nicht auf eine bestimmte Dauer begrenzt; gem. Art. 136 III 1 CRD IV, § 10d III 2 KWG besteht lediglich eine Pflicht zur quartalsweisen Bewertung der Quote (s. schon 3. Teil A.IV.3.b.bb.aaa. und B.IV.3.a.). Allerdings bedarf es auch keiner zeitlichen Beschränkung (s.o. E.II.1.).

Insgesamt hat damit der Gesetzgeber Ziel, Inhalt und Geltungsbereich festgelegt und - unter Zugrundelegung der Meroni-Doktrin nach der ESMA-Entscheidung - die wesentlichen Aspekte selbst geregelt, indem er die Befugnis des EZB an verschiedene Kriterien und Bedingungen geknüpft hat, die ihren Handlungsspielraum begrenzen.

2. Ausgestaltung des Festlegungsverfahrens

Das Festlegungsverfahren richtet sich allein nach Unionsrecht. Die Anwendung auch nationalen Rechts nach Art. 5 II SSM-VO beschränkt sich auf materielles Aufsichtsrecht, sie umfasst hingegen nicht auch Verfahrensrecht.⁶⁸² Art. 22 I 1 SSM-VO, Artt. 2 S. 2 Nr. 26, 31 I, 101 II SSM-RahmenVO sehen eine Anhörungspflicht vor mikroprudenziellen adressatengerichteten Aufsichtsbeschlüssen der EZB vor. Für adressatenlose Beschlüsse gilt wegen ihres offenen Adressatenkreises auch nach Art. 41 II lit. a) GRCh keine Anhörungspflicht.⁶⁸³ Primärrechtlich wäre auch für eine delegierte Verordnung

⁶⁸¹ Zum Verfahren im Einzelnen *Lackhoff*, SSM, S. 188 Rn. 812, 817 ff.

⁶⁸² Vgl. zu Art. 4 III UA 1 SSM-VO *Glos/Benzing*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 2 Rn. 187; *Berger*, WM 2016, 2325, 2332, 2335.

⁶⁸³ *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 187, 188, 200; *Lackhoff*, SSM, S. 114 Rn. 494, 104 Rn. 451, S. 190 Rn. 822, anders mit Blick auf Art. 41 II lit. a) GRCh nur für drittbelastende sowie makroprudenzielle adressatengerichtete Beschlüsse.

kein Anhörungsverfahren vorgesehen. Lediglich aus Art. 4 III UA 3 SSM-VO ergibt sich das Erfordernis einer offenen öffentlichen Anhörung, allerdings nur für die begrenzte Ermächtigung der EZB gem. Artt. 132 I 1. Spiegelstrich, 127 VI AEUV, Art. 25.2 II EZB-Satzung, Art. 4 III UA 2 S. 3 SSM-VO, Verordnungen zur Gestaltung und Festlegung der Aufsichtsmodalitäten zu erlassen (dazu oben D.II.3.a.). Bei der vorgeschlagenen nur entsprechenden Anwendung von Art. 290 AEUV gelangt mit Blick auf die gebotene und gerechtfertigte Unabhängigkeit der EZB auch in ihrer Funktion als Finanzaufsichtsbehörde⁶⁸⁴ (dazu oben D.II.3.b. sowie im 2. Teil B.II.) aus den genannten Gründen (vgl. oben E.II.2.a.) ebenso wenig Art. 290 II AEUV zur Anwendung, so dass es auch keines Vorbehalts eines Einspruchs- oder Widerrufsrechts des Unionsgesetzgebers bedarf. Insgesamt bleibt die Befugnis der EZB, abstrakt-generell Kapitalpuffer festzulegen, damit nicht hinter den primärrechtlichen Anforderungen an delegierte Rechtssetzungsakte zurück. Nach der gesetzgeberischen Wertung in Art. 4 III UA 3 SSM-VO erscheint jedoch eine legitimationsverstärkende Öffentlichkeitsbeteiligung auch insoweit (s. schon oben E.II.2.a.) wenigstens rechtspolitisch erwägenswert.⁶⁸⁵ Entsprechenden Reformoptionen soll im 5. Teil nachgegangen werden.

Auch wenn Art. 22 II US 2 SSM-VO wiederum nur für Aufsichtsbeschlüsse, d.h. adressatengerichtete Beschlüsse (Artt. 2 S. 2 Nr. 26,

⁶⁸⁴ Vgl. BVerfG, Urt. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 208 ff. - *Bankenunion* für eine sowohl unionsrechtlich als auch grundgesetzlich gerechtfertigte Unabhängigkeit der EZB auch in ihrer Funktion als Finanzaufsichtsbehörde; s.a. *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 72 f., 74, 75 f., 77 f., 82.

⁶⁸⁵ Vgl. gerade im Zusammenhang mit der Relevanz der schwierigen Abgrenzung von adressatenlosem Beschluss und Verordnung auch *Lackhoff*, SSM, S. 104 Rn. 450, 451; vgl. auch *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 74, 82.

101 II SSM-RahmenVO) greift⁶⁸⁶, gelangt auch für abstrakt-generelle Kapitalpufferfestlegungen der EZB jedenfalls die allgemeine Begründungspflicht des Art. 296 II AEUV zur Anwendung, der gleichfalls auch für eine delegierte Verordnung gelten würde. Während für adressatengerichtete Beschlüsse nach Art. 297 II UA 3 AEUV, Art. 35 SSM-RahmenVO eine individuelle Bekanntgabe gegenüber den Adressaten verlangt wird⁶⁸⁷, gilt für adressatenlose Beschlüsse⁶⁸⁸ wie für delegierte Verordnungen gem. Art. 297 II UA 2 AEUV die allgemeine Pflicht zur Veröffentlichung im Amtsblatt der EU. Hinsichtlich Begründung und Bekanntgabe bewirkt die Wahl der Handlungsform des Beschlusses für die abstrakt-generelle Kapitalpufferfestlegung damit ebenfalls keine Unterschiede im Vergleich zu einer delegierten Verordnung.

IV. Zwischenergebnis

Die Befugnisse der BaFin, in Form einer Allgemeinverfügung abstrakt-generell gegen Finanzprodukte zu intervenieren sowie den antizyklischen Kapitalpuffer festzulegen, wird - unter Heranziehung der unionsrechtlichen Vorgaben - den von Art. 80 I GG an die Delegation administrativer Rechtsetzungsbefugnisse gestellten Anforderungen gerecht. Sie stehen nicht im Widerspruch zur rechts- und demokratiestaatlich fundierten Kompetenzordnung des GG. Im Zuge der Untersuchung hat sich auch hinsichtlich des Verfahrens (Beteiligung, Begründung und Bekanntgabe) keine Einbuße rechts- und demokratiestaatlicher Legitimation im Vergleich zum Rechtsre-

⁶⁸⁶ Vgl. zur Begründungspflicht nach Art. 22 II UA 2 SSM-VO *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 204; s.a. *Glos/Benzing*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 2 Rn. 214, 200 ff.

⁶⁸⁷ Im Einzelnen zu den Bekanntgabemodalitäten *Lackhoff*, SSM, S. 121 Rn. 526 ff.; *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 187.

⁶⁸⁸ So jedenfalls für konkret-generelle adressatenlose Beschlüsse auch *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 188.

gime der Rechtsverordnung gezeigt. Die Wahl der Handlungsform der Allgemeinverfügung stellt sich insofern nicht als unzulässiger Formenfehlgebrauch (s.o. D.III.) dar.

Ebenso verhält es sich bezüglich der Befugnis der ESAs, mittels abstrakt-generellen Beschlusses Produktinterventionen zu verfügen, sowie der Befugnis der EZB, den antizyklischen Kapitalpuffer durch abstrakt-generellen Beschluss festzulegen. Sie werden den Anforderungen des - bloß entsprechend anzuwendenden - Art. 290 AEUV an die Delegation administrativer Rechtsetzungsbefugnisse in einem Maße gerecht, das das Legitimationsniveau der ausdrücklich vorgesehenen delegierten Rechtsetzung durch die Kommission nicht nennenswert unterschreitet. Auch hinsichtlich Beteiligung, Begründung und Bekanntgabe hat sich keine bedenkliche Einbuße rechts- und demokratiestaatlicher Legitimation im Vergleich zum Rechtsregime der Verordnung offenbart. Die Wahl des adressatenlosen Beschlusses stellt sich insoweit ebenfalls nicht als unzulässiger Formenfehlgebrauch dar (s. D.III.).

Jedenfalls rechtspolitisch erwägenswert und demokratietheoretisch begrüßenswert erscheint für die Normsetzungsbefugnisse der BaFin (vgl. E.I.2.a. und 3.), ESAs (E.II.2.a.) und EZB (E.III.2.) aber die Regelung einer mit Legitimationsgewinnen verbundenen Öffentlichkeitsbeteiligung. Im 5. Teil werden daher abschließend Reformvorschläge für eine Beteiligung der Öffentlichkeit sowohl für die Befugnisse der ESAs und der EZB als auch die der BaFin unterbreitet.

F. Handlungsformenabhängige Rechtsschutzmöglichkeiten

Die Wahl der Handlungsform der Allgemeinverfügung bzw. des adressatenlosen Beschlusses für eine abstrakt-generelle Maßnahme kann nicht nur Friktionen mit dem Gewaltenteilungsgrundsatz respektive institutionellem Gleichgewicht und dem Demokratiestaatsprinzip bewirken, sondern wegen einer Anknüpfung des Rechts-

schutzes an die Handlungsform ebenso zu einer unter rechtsstaatlichen Gesichtspunkten bedenklichen Verkürzung des Rechtsschutzes der Betroffenen führen. Umgekehrt kann effektiven Rechtsschutzmöglichkeiten wiederum eine kompensierende Wirkung des geringeren demokratischen Legitimationsniveaus administrativer Maßnahmen beigemessen werden. Denn sie ermöglichen es, die sachlich-inhaltliche Bindung an vom demokratisch stärker legitimierten Gesetzgeber verantwortete Vorgaben durchzusetzen.⁶⁸⁹ Bevor im Schlussteil denkbaren Reformoptionen hinsichtlich des Verfahrens nachgegangen wird, werden daher noch die Auswirkung der Wahl der Allgemeinverfügung bzw. des adressatenlosen Beschlusses für die abstrakt-generelle Produktintervention und Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers auf den Rechtsschutz untersucht.

I. Das Gebot effektiven Rechtsschutzes

Art. 19 IV GG garantiert einen Anspruch auf effektiven Rechtsschutz gegen exekutive Grundrechtseingriffe.⁶⁹⁰ Das Gebot effektiven Rechtsschutzes ist gleichfalls ein allgemeiner Grundsatz des Unionsrechts im Sinne des Art. 6 EUV. Er ergibt sich aus den gemeinsamen Verfassungsüberlieferungen der Mitgliedstaaten sowie Artt. 6 und 13 EMRK und zudem ausdrücklich - für die Durchführung von Unionsrecht sowohl durch Organe und Einrichtungen der EU als

⁶⁸⁹ Vgl. mit Blick auf die infolge ihrer Unabhängigkeit geringere demokratische Legitimation der EZB und im Rahmen des SSM auch der BaFin BVerfG, Urte. v. 30.07.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14, Rn. 129 f., 134, 137, 211 f., 229; *Glos/Benzing*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), *Hdb. BankenaufsichtsR*, § 2 Rn. 233 f.; s.a. *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 72, 78.

⁶⁹⁰ Jeweils m.w.N. aus der st. Rspr. BVerfGE 15, 275, 280, 282; 67, 43, 58; 129, 1, 20; *Schmidt-Aßmann/Schöndorf-Haubold*, in: *Voßkuhle/Eifert/Möllers* (Hrsg.), *Grdlg. VerwR* Bd. I, § 5 Rn. 60.

auch durch die Mitgliedstaaten - aus Artt. 47 I, 51 I GRCh.⁶⁹¹ Bei der Durchführung von Unionsrecht durch die Mitgliedstaaten verlangt das unionsrechtliche Gebot des effektiven Rechtsschutzes allerdings keinen Primärrechtsschutz vor den Gerichten der EU. Es genügt, dass mit der Möglichkeit einer inzidenten Rechtskontrolle des Unionsrechts vor den Unionsgerichten Rechtsschutz vor den nationalen Gerichten erlangt werden kann.⁶⁹² Der Rechtsschutz gegen Maßnahmen der BaFin richtet sich daher im Ausgangspunkt nach deutschem - ggf. im Lichte des Unionsrechts auszulegendem und anzuwendendem - Verwaltungsprozessrecht, während sich der Rechtsschutz gegen Maßnahmen der ESAs und der EZB nach unionalem Prozessrecht richtet.⁶⁹³ Auch wenn die EZB nach Art. 5 II SSM-VO nationales Recht anwendet, übt sie europäische Hoheitsgewalt aus, die ausschließlich vor den Unionsgerichten zu überprüfen ist.⁶⁹⁴

⁶⁹¹ EuGH, Urt. v. 22.12.2010, Rs. C-279/09, Slg. 2010, I-13849 Rn. 29 ff.; EuGH, Urt. v. 17.03.2011, Rs. C-221/09, Slg. 2011, I-1655 Rn. 54; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 510 ff.; *Schmidt-Aßmann/Schöndorf-Haubold*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdI. VerwR Bd. I, § 5 Rn. 60; *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 397 ff.; *Saurer*, Die Funktionen der Rechtsverordnung, S. 411 ff.; *Glos/Benzing*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 2 Rn. 233.

⁶⁹² Vgl. EuGH, Urt. v. 25.07.2002, Rs. C-50/00 P, Slg. 2002, I-06677, Rn. 37 ff. - *Unión de Pequeños Agricultores*; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 515; s.a. *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 404 f.

⁶⁹³ *Glos/Benzing*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 2 Rn. 235; vgl. auch *Manger-Nestler*, Kreditwesen, 2012, 528, 531; *Gurlit*, WM 2020, 57, 66; *dies*, ZBB 2023, 69, 83.

⁶⁹⁴ Vgl. *Ohler*, Bankenaufsicht und Geldpolitik, § 5 Rn. 180; *Berger*, WM 2016, 2361, 2368; vgl. auch *Glos/Benzing*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 2 Rn. 235, 258, 264; *Gurlit*, WM 2020, 57, 66.

II. Rechtsschutz gegen normative Maßnahmen der BaFin nach der VwGO

1. Statthafter Rechtsbehelf in Abhängigkeit der äußeren Form

Obleich sich die Handlungsform als solche nicht nach der äußeren Form, sondern dem materiellen Wesen einer Maßnahme bestimmt (s. 3. Teil A.II.), stellt die Verwaltungsgerichtsbarkeit und die herrschende Lehre für den Rechtsschutz auf die äußere Form ab⁶⁹⁵, d.h. eine in der Form der Allgemeinverfügung getroffene Maßnahme kann bzw. muss angefochten werden, auch wenn es sich inhaltlich um eine abstrakt-generelle Regelung handelt, die eigentlich in der Form einer Rechtsverordnung hätte ergehen müssen und *vice versa*. Im Interesse möglichst einfach und sicher zu erlangenden Rechtsschutzes soll der Betroffene gerade bei einer für ihn häufig nur schwer erkennbaren Divergenz von Form und Inhalt seinen Rechtsbehelf an die von der Behörde gewählte äußere Form anknüpfen dürfen, um nicht mit dem Risiko belastet zu werden, sich im Vertrauen auf den von der Verwaltung gesetzten Rechtsschein für einen unstatthafter Rechtsbehelf zu entscheiden.⁶⁹⁶ Gerade weil

⁶⁹⁵ Vgl. BVerwGE 18, 1, 3 ff.; BVerwG, Beschl. v. 21.03.1974 - VII B 97.73 -, juris Rn. 7 m.w.N.; Schoch, JURA 2012, 26, 30; Pietzcker/Marsch, in: Schoch/Schneider (Hrsg.), VwGO, Vorb. § 42 Abs. 1 Rn. 32; U. Stelkens, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 16; Walla, DÖV 2010, 853, 857; s.a. Emmerich-Fritsche, NVwZ 2006, 762, 764; Pestalozza, Formenmißbrauch, S. 140; vgl. auch zu anderen Ansätzen Reimer, Theorie der Handlungsformen, S. 128 f., 134 f. m.w.N.; ebenfalls zu verschiedenen Ansätzen Kresser, Bedeutung der Form, S. 39 ff.; Schenke, NVwZ 1990, 1009, 1012 ff., 1016 f., 1018, etwa vertritt einen materiellen Verwaltungsaktsbegriff, nach dem sich auch der Rechtsschutz alleine nach dem Inhalt einer Maßnahme richten soll, es sei denn der Gesetzgeber hat die Handlungsform ausdrücklich bestimmt wie etwa mit § 15 II WpHG bei der Produktintervention (s.o. A.).

⁶⁹⁶ Vgl. auch U. Stelkens, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 16; s.a. Pietzcker/Marsch, in: Schoch/Schneider (Hrsg.), VwGO, Vorb. § 42 Abs. 1 Rn. 32;

die fehlerhafte Formenwahl aber nichts am Rechtscharakter der Maßnahme zu ändern vermag (s. 3. Teil A.II.), führt schon sie allein zur Rechtswidrigkeit der Maßnahme und ihrer gerichtlichen Aufhebung.⁶⁹⁷

a. Anfechtungslast und Rechtsschutzverkürzung beim Handeln in Form der Allgemeinverfügung als Folge ihrer Bestandskraftfähigkeit

aa. Handlungsformenabhängige Bestandskraftproblematik

Zunächst zwingt die Verwaltung, die für eine abstrakt-generelle Regelung die Handlungsform der Allgemeinverfügung wählt, die Betroffenen damit, die Maßnahme anzufechten. Widerspruch und Anfechtungsklage sind nur innerhalb einer Frist zulässig. Nach Ablauf der Frist erwächst die anfechtbare Maßnahme in Bestandskraft und bleibt wirksam, auch wenn sie rechtswidrig ist.⁶⁹⁸ Die einmonatige Widerspruchs- bzw. Anfechtungsfrist (vgl. § 74 I bzw. § 70 I VwGO) beginnt mit der öffentlichen Bekanntgabe (s.o. E.I.2.b.) für alle gegenwärtigen wie künftig betroffenen Personen.⁶⁹⁹ Wird eine

vgl. auch *Beschorner*, Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns, S. 177 f., 203 f.

⁶⁹⁷ Vgl. schon BVerwGE 18, 1, 3 ff.; *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 16; s.a. *Heyle*, NVwZ 2008, 390, 391; *Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 303; *Walla*, Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Dtl., S. 75; i.E. auch *Korte*, in: Wolff/Bachof/Stober/Kluth (Hrsg.), VerwR I, § 46 Rn. 30; a.A. *Kresser*, Bedeutung der Form, S. 62 ff., 100.

⁶⁹⁸ *Ruffert*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 22 Rn. 24; *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 9 Rn. 40, *Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 305 f.; *Kresser*, Bedeutung der Form, S. 80 ff.; s.a. *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 89.

⁶⁹⁹ BVerwG, Urteil vom 22.01.2021 - 6 C 26/19 -, Rn. 19, 35; *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 41 Rn. 139 f.; *ders.*, NJW 2010, 1184, 1185 f.; vgl. auch *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 247; anders nur für Verkehrszeichen BVerwGE 138, 21, 23 Rn. 14 ff; kritisch dazu und auch insoweit einen Fristbeginn für gegenwärtig sowie erst künftig Betroffene mit öffentlicher Bekanntgabe befürwortend *Ehlers*, JZ 2011, 155, 156 f.

Maßnahme mit offenem Adressatenkreis durch öffentlich bekannt-gegebene Allgemeinverfügung getroffen, die für einen Zeitraum gilt, der die Rechtsbehelfsfrist überschreitet, ist infolge der danach ein-tretenden Bestandskraft künftigen Adressaten, die erst später von der Allgemeinverfügung betroffen werden, der Anfechtungsrechts-schutz von vornherein abgeschnitten (s.a. schon 3. Teil A.III.2.c.bb.).⁷⁰⁰

Anders verhielte es sich bei der Handlungsform der Rechtsver-ordnung. Rechtsnormen sind nur gültig, soweit sie rechtmäßig sind. Betroffene können ihre Ungültigkeit ggf. prinzipal mit einem Nor-menkontrollantrag (§ 47 VwGO) oder jedenfalls inzident im Rahmen einer Feststellungsklage (§ 43 VwGO) geltend machen.⁷⁰¹ § 47 II VwGO sieht zwar ebenfalls eine Frist vor, die mit einem Jahr aber schon deutlich länger bemessen ist. Da darüber hinaus unbefristet die Möglichkeit besteht, Feststellungsklage zu erheben⁷⁰², sind

⁷⁰⁰ *Gurlit*, Auswahl und Einsatz von Handlungsformen am Beispiel der Finanzmarkt-aufsicht, in: Kahl/Mager (Hrsg.), *Verwaltungshandeln*, 2022, S. 131, 149.

⁷⁰¹ Vgl. *Schoch*, JURA 2012, 26,27; *Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 315 ff.; *Kresser*, Bedeutung der Form, S. 152 f.; s.a. *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 203; *Walla*, Konzeption der Kaptalmarktaufsicht in Dtl., S. 136; vgl. auch *Glaser*, Eu-rop. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 90, 97 f.; *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 355; s.a. *Beschorner*, Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns, S. 61 f.; insb. auch zur Unterscheidung von prinzipalem und inzidentem Rechtsschutz gegen Rechtsverordnungen *Saurer*, Die Funktionen der Rechtsverordnung, S. 413 ff., 416 f.

⁷⁰² Zur unbefristeten Möglichkeit gegen exekutive Normen mit der Feststellungskla-ge vorzugehen BVerwGE 136, 54; *Möstl*, DVBl 2011, 1076, 1084; *Bogdandy*, Gu-bernative Rechtsetzung, S. 355; vgl. auch *Kresser*, Bedeutung der Form, S. 152 f., 156; *Saurer*, Die Funktionen der Rechtsverordnung, S. 416 f., s.a. 420 f. zur Er-weiterung des Anwendungsbereichs der Feststellungsklage als Konsequenz der Rechtsprechung des BVerfG zur Subsidiarität der Verfassungsbeschwerde; aus der Rspr. etwa BVerfGE 115, 81 91 ff., 95; BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 16.07.2015 - 1 BvR 1014/13 -, juris Rn. 4 ff.; s.a. *Hufen*, Verwaltungsprozessrecht, 13. Aufl. 2024, § 18 Rn. 8.

Rechtsverordnungen im Unterschied zu Allgemeinverfügungen nicht der materiellen, sondern nur einer formellen Bestandskraft fähig.⁷⁰³

Gegenstand einer Normenkontrolle nach § 47 VwGO können allerdings nur „im Rang unter dem Landesrecht stehende Rechtsvorschriften“ sein, d.h. materielles Landesrecht.⁷⁰⁴ Bei einer von der BaFin oder auch dem BMF erlassenen Verordnung würde es sich allerdings um materielles Bundesrecht handeln, sodass die Normenkontrolle auch beim Handeln in Form einer Rechtsverordnung von vornherein ausgeschlossen und statthafter Rechtsbehelf damit allein die Feststellungsklage wäre.⁷⁰⁵ Da die Feststellungsklage nicht fristgebunden ist, würde es bei einem Handeln in Form der Rechtsverordnung statt einer abstrakt-generellen Allgemeinverfügung sui generis für Produktinterventionen und Kapitalpufferfestlegungen also nicht zur beschriebenen Rechtsschutzverkürzung künftiger Adressaten kommen.

bb. Handlungsformenabhängige Beschränkung der Reichweite verwaltungsgerichtlichen Rechtsschutzes

Unbehilflich ist in diesem Zusammenhang die den bereits bei der öffentlichen Bekanntgabe Betroffenen gegebene Möglichkeit, eine verordnungsgleiche Allgemeinverfügung innerhalb der Anfechtungsfrist anzugreifen.

Die Aufhebung der Allgemeinverfügung auf eine erfolgreiche Anfechtungsklage eines bereits bei Bekanntgabe Betroffenen erfolgt

⁷⁰³ *Saurer*, Die Funktionen der Rechtsverordnung, S. 418.

⁷⁰⁴ *Saurer*, Die Funktionen der Rechtsverordnung, S. 414, 415; *Pünder*, Exekutive Normsetzung, S. 184; *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 355; s.a. *Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 315 ff.; *Beschorner*, Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns, S. 61.

⁷⁰⁵ Vgl. *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 163; vgl. auch *Gurlit*, Auswahl und Einsatz von Handlungsformen am Beispiel der Finanzmarktaufsicht, in: *Kahl/Mager* (Hrsg.), *Verwaltungshandeln*, 2022, S. 131, 149.

gemäß § 113 I 1 VwGO nur, „soweit der Kläger in seinen Rechten verletzt ist“, und wirkt gemäß § 121 VwGO nur *inter partes*, d.h. sie ist nur für an dem Klageverfahren Beteiligte verbindlich. Die Reichweite verwaltungsgerichtlicher Entscheidungen gegen personenbezogene Allgemeinverfügungen ist zwar mittlerweile nicht mehr ganz unumstritten.⁷⁰⁶ Jedenfalls eine personenbezogene Allgemeinverfügung, die - wie die untersuchte Produktintervention und Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers - eine Vielzahl von Personen mit einer inhaltsgleichen Regelung belastet, die - weil das geregelte Verhalten jedem Adressaten unabhängig voneinander möglich ist (dazu im 3. Teil A.IV.2.b. und c. sowie 3.b.bb.aaa. und bbb.) - nicht nur einheitlich befolgt werden kann, dürfte aber in persönlicher Hinsicht teilbar und nur zwischen den am Klageverfahren Beteiligten aufzuheben sein⁷⁰⁷, was in Anbetracht denkbar unterschiedlicher Verhältnisse in der Person der Betroffenen⁷⁰⁸ grundsätzlich auch materiell-rechtlich geboten sein kann.⁷⁰⁹ Eine generelle Aufhe-

⁷⁰⁶ Für eine Aufhebung nur, soweit der Kläger in seinen Rechten verletzt ist, m.w.N. der bisher ganz h.M. *Schenke*, NVwZ 2022, 273; s.a. *Ramsauer*, in: Kopp/Ramsauer (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 162d; für eine Unwirksamkeit gegenüber allen Personen, bei denen dieselbe Sachlage wie bei dem erfolgreichen Anfechtungskläger vorliegt, *Stepanek*, NVwZ 2021, 778; für eine Unwirksamkeit gegenüber allen Betroffenen *Herold*, DVBI 2021, 1604.

⁷⁰⁷ Vgl. BVerwG, Urteil vom 25.09.2013 - 6 C 13/12 -, juris Rn. 66; vgl. auch *Schenke*, NVwZ 2022, 273, 274; demgegenüber undifferenziert für eine immer nur einheitliche Befolgbarkeit und damit die subjektive Unteilbarkeit personenbezogener Allgemeinverfügungen *Herold*, DVBI 2021, 1604, 1606, 1607, 1609.

⁷⁰⁸ So könnte es etwa einen entscheidenden Unterschied sowohl mit Blick auf die objektive Rechtmäßigkeit einer Produktintervention als auch mit Blick auf die Verletzung in subjektiven Rechten machen, ob der Kläger etwa ein Anbieter von CFD ist, der diese explizit „Verbraucher-Privatanlegern“ (vgl. dazu im 3. Teil A.IV.2.c.) anbietet oder eben diesen gerade nicht, oder, ob der Kläger etwa ein Anleger ist, der unter anderem CFD bloß zur privaten Vermögensbildung erwerben will, oder, ob er gerade mit der Investition in CFD seinen Lebensunterhalt finanziert (vgl. dazu im 4. Teil D.I.2.a.).

⁷⁰⁹ *Schenke*, NVwZ 2022, 273, 274 f. mit umfassender Kritik zu *Herold*, DVBI 2021, 1604, 1607 ff.; siehe differenziert zur Teil- und Aufhebbarkeit *Stepanek*, NVwZ 2021, 778, 781 f.

bung dürfte de lege lata daher nach den prozessrechtlichen Vorgaben der § 113 I 1 und § 121 VwGO sowie gegebenenfalls auch unter materiell-rechtlichen Gesichtspunkten abzulehnen sein.⁷¹⁰

Zwar würde auch die inzidente Feststellung der Rechtswidrigkeit einer Rechtsverordnung im Rahmen einer Feststellungsklage prozessual ebenso nach § 121 VwGO nur *inter partes* wirken.⁷¹¹ Entscheidender Unterschied ist aber, dass eine rechtswidrige Allgemeinverfügung nach § 43 II VwVfG materiell-rechtlich wirksam bleibt, soweit sie nicht aufgehoben ist,⁷¹² und damit für alle künftig Betroffenen, die infolge der Bestandskraft von einer eigenen Anfechtung ausgeschlossen sind. Eine Rechtsverordnung wäre hingegen *ipso iure* unwirksam, wenn sie rechtswidrig ist.⁷¹³ Die gerichtliche Feststellung der Unwirksamkeit einer Rechtsverordnung hat nur deklaratorischen Charakter.⁷¹⁴ Trotz der gleichfalls beschränkten prozessualen Wirkung eines Feststellungsurteils wäre eine Rechtsverordnung im Unterschied zu einer verordnungsgleichen Allgemeinverfügung *sui generis* mithin insgesamt und damit auch für künftige Adressaten materiell-rechtlich wirkungslos. Auch wenn auf eine Feststellungsklage nach § 43 I VwGO kein dementsprechender Ausspruch - wie ihn § 47 V VwGO vorsieht - der Unwirksamkeit im

⁷¹⁰ Ausführlicher insbesondere auch zu materiell-rechtlichen Erwägungen *Schenke*, NVwZ 2022, 273, 274 f., 276 f., 280; a.A. *Herold*, DVBl 2021, 1604, 1608 ff.; s. mit einem bedenkenenswert differenzierenden Lösungsansatz *Stepanek*, NVwZ 2021, 778, 781 f.

⁷¹¹ Vgl. BVerwG, Urteil vom 23.08.2007 - 7 C 2/07 -, juris Rn. 24; s.a. *Marsch*, in: Schoch/Schneider (Hrsg.), VwGO, § 43 Rn. 54.

⁷¹² Vgl. zur teilweisen Unwirksamkeit infolge gerichtlicher Aufhebung statt vieler hier nur *Sachs*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 43 Rn. 192, 201.

⁷¹³ BVerwG, Urteil vom 27.03.2014 - 4 CN 3/13 -, juris Rn. 27; *Hoppe*, in Eyermann (Hrsg.), VwGO, 16. Auflage 2022, § 47 Rn. 80; s. zum sog. Nichtigkeitsdogma auch *Ramsauer*, *Juridica International* 2014, 69, 81.

⁷¹⁴ Vgl. zum nur deklaratorischen Inhalt des Unwirksamkeitsausspruchs nach § 47 V 2 VwGO BVerwG, Beschluss vom 06.05.1993 - 4 N 2/92 -, juris Rn. 17; *Giesberts*, in: Posser/Wolff/Decker (Hrsg.), BeckOK VwGO, 68. Edition Stand: 01.01.2024, § 47 Rn. 79; *Hoppe*, in Eyermann (Hrsg.), VwGO, § 47 Rn. 86.

Tenor der Entscheidung erfolgt, ist davon auszugehen, dass eine - jedenfalls höchstrichterliche - Entscheidung, die nach erfolgter Inzidentprüfung eine Rechtsverordnung für nichtig hält, mit Blick auf Art. 20 III GG zur Kenntnis genommen und respektiert wird.⁷¹⁵ Selbst wenn mit Blick auf denkbare Unterschiede in der Person der Betroffenen auch die inzidente Beurteilung einer Rechtsverordnung im Rahmen einer Feststellungsklage nur zur Annahme einer Teilrechtswidrigkeit⁷¹⁶ führen kann, stünde künftigen Betroffenen, denen die Teilunwirksamkeit in Anbetracht ihrer individuellen Verhältnisse nicht zugutekommt, immer noch die Möglichkeit offen, eine eigene Feststellungsklage zu erheben, da diese anders als die Anfechtungsklage gegen eine Allgemeinverfügung eben nicht fristgebunden ist (s.o. 1.a.aa.).

Gerade aus letztgenanntem Grund kann der Umfang der gerichtlichen Aufhebung einer angefochtenen rechtswidrigen Allgemeinverfügung im Vergleich zum Umfang einer inzidenten Feststellung der Rechtswidrigkeit einer Rechtsverordnung im Rahmen einer Feststellungsklage für die hier untersuchte Adäquanz der Handlungswahl letztlich aber auch dahinstehen. Denn selbst die Annahme, dass die Aufhebung einer Allgemeinverfügung auf die erfolgreiche Anfechtungsklage eines einzelnen bereits bei Bekanntgabe Betroffenen - etwa in Fiktion der Beiladung aller potenziell Betroffenen⁷¹⁷ - aus Gründen, die alle Betroffenen gleichermaßen betreffen,⁷¹⁸ *erga omnes* wirkt, ändert nichts an der dargestellten

⁷¹⁵ Vgl. BVerwG, Urteil vom 23.08.2007 - 7 C 2/07 -, juris Rn. 24.

⁷¹⁶ Vgl. zur allg. anerkannten Möglichkeit der Annahme einer Teilunwirksamkeit untergesetzlicher Rechtsnormen BVerwG, Beschluss vom 28.07.2015 - 9 B 17/15 -, juris Rn. 9 - stRspr; Hoppe, in Eyermann (Hrsg.), VwGO, § 47 Rn. 82 m.w.N.; vgl. auch Schenke, NVwZ 2022, 273, 276.

⁷¹⁷ Vgl. dazu Herold, DVBl 2021, 1604, 1609.

⁷¹⁸ So etwa Stepanek, NVwZ 2021, 778, 781 gerade für den hier untersuchten Fall der fehlerhaften Wahl einer Allgemeinverfügung statt einer Rechtsverordnung.

Problematik, dass infolge der Wahl der Allgemeinverfügung statt einer Rechtsverordnung erst nach Bestandskraft Betroffenen ein eigenes Anfechtungsrecht abgeschnitten ist. Sie wären auch bei Annahme einer *erga omnes*-Wirkung vielmehr auf die bloße Hoffnung verwiesen, dass ein anderer von seinem Anfechtungsrecht innerhalb der Anfechtungsfrist erfolgreich Gebrauch macht. Dies allein könnte das Fehlen einer eigenen Rechtsschutzmöglichkeit nicht kompensieren und würde damit dem Anspruch auf effektiven Rechtsschutz nicht gerecht.

b. Kompensation durch anderweitige Rechtsschutzmöglichkeiten

Der Anspruch auf effektiven Rechtsschutz - aus Art. 19 IV GG und, soweit abgesehen vom autonomen deutschen § 15 I WpHG Unionsrecht durchgeführt wird, aus Artt. 47 I, 51 I GRCh - verlangt aber nicht, die Handlungsform zu wählen, die den Betroffenen den bestmöglichen Rechtsschutz gewährt; die Wahl der Handlungsform darf den Rechtsschutz nur nicht unzumutbar erschweren.⁷¹⁹

aa. Wiedereinsetzung in den vorherigen Stand

Eine Rechtsschutzmöglichkeit erst nach Bestandskraft Betroffener besteht mit der Wiedereinsetzung in den vorherigen Stand nach § 60 VwGO, über die auch sie noch nach Fristablauf Anfechtungs-

⁷¹⁹ Vgl. jedenfalls zum nationalen Anspruch auf effektiven Rechtsschutz BVerfGE 10, 89, 105; 70, 35, 56; s.a. BVerfGE 163, 308 Rn. 16; *Ramsauer*, *Juridica International* 2014, 69, 83; s.a. *Hoffmann-Riem*, in: ders. (Hrsg.), *Offenen Rechtswissenschaft*, Kap. 6, S. 965, Rn. 112; vgl. auch *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), *FS Wolff*, S. 167, 181 ff.; s.a. *Szczekalla*, in: Terhechte (Hrsg.), *VerwaltungsR der EU*, § 5 Rn. 79; *Kresser*, *Bedeutung der Form*, S. 324; *Beschorner*, *Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns*, S. 169; *Schlimbach*, *Leerverkäufe*, S. 204; kritisch *Pestalozza*, *Formenmißbrauch*, S. 165 f.

rechtsschutz erlangen können.⁷²⁰ Dazu müssen sie jedoch glaubhaft machen, dass sie ohne Verschulden verhindert waren, die Anfechtungsfrist einzuhalten (vgl. § 60 I, II 2 VwGO). Insoweit dürfte es aber genügen, dass sie an Eides statt versichern⁷²¹, erst nach Ablauf der Anfechtungsfrist von der Produktintervention oder Kapitalpufferfestlegung betroffen worden zu sein. Da mangels vorherigem Betroffenseins noch gar keine Klagebefugnis bestand⁷²², kann künftigen Betroffenen kein schuldhaftes Versäumen der Klagefrist vorgehalten werden. Der Antrag auf Wiedereinsetzung ist allerdings innerhalb von zwei Wochen nach Wegfall des Hinderungsgrundes zu stellen (§ 60 II 1 VwGO). Insoweit besteht im Unterschied zur Feststellungsklage wiederum eine Fristgebundenheit, die sogar kürzer ist als bei einer anfänglichen Anfechtungsmöglichkeit. Darüber hinaus ist der Antrag spätestens nach einem Jahr ausgeschlossen, wenn nicht ein Fall höherer Gewalt gegeben ist (§ 60 III VwGO). Die Möglichkeit der Wiedereinsetzung bleibt damit hinter Feststellungsklage und anfänglicher Anfechtungsmöglichkeit zurück. Dem kann zumindest teilweise aber durch eine großzügige Handhabung der Wiedereinsetzungsvoraussetzungen Rechnung getragen werden, wenn man z.B. die erst künftige Betroffenheit im Wege erweiternder Auslegung als Fall höherer Gewalt⁷²³ einordnet.

⁷²⁰ Vgl. auch *U. Stelkens*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs* (Hrsg.), *VwVfG*, § 41 Rn. 141; *Bogdandy*, *Gubernative Rechtsetzung*, S. 247; vgl. allgemeiner auch *Beschorner*, *Form-Inhalt-Beziehungen des Verwaltungshandelns*, S. 220.

⁷²¹ Die Zulässigkeit der eidesstattlichen Versicherung als Mittel der Glaubhaftmachung ergibt sich aus § 173 VwGO i.V.m. § 294 I ZPO; vgl. für ihre grundsätzliche Zulässigkeit i.R.v. § 60 VwGO auch *BVerwG NJW* 1996, 409 f.

⁷²² *U. Stelkens*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs* (Hrsg.), *VwVfG*, § 41 Rn. 140.

⁷²³ Der Begriff der höheren Gewalt wird grds. eng ausgelegt und darunter nur Ereignisse gefasst, die auch durch die größte, nach den Umständen des konkreten Falles vernünftigerweise von dem Betroffenen unter Anlegung subjektiver Maßstäbe zu erwartende und zumutbare Sorgfalt nicht abgewehrt werden können, so etwa *BVerwGE* 105, 288, 300 m.w.N.

bb. Verpflichtungsrechtsschutz: Anspruch auf Aufhebung der Allgemeinverfügung

Künftig Betroffenen kann zudem nach Eintritt der Bestandskraft einer Allgemeinverfügung über eine Wiedereinsetzung hinaus ein Anspruch auf Aufhebung zustehen, der gerichtlich im Wege der Verpflichtungsklage durchsetzbar ist.⁷²⁴ Die Aufhebung von Allgemeinverfügungen richtet sich grundsätzlich nach §§ 48 ff. VwVfG. Nach § 48 I und § 49 I VwVfG stehen insbesondere Rücknahme und Widerruf anfänglich rechtswidriger sowie rechtswidrig gewordener belastender Verwaltungsakte im Ermessen der Behörde.⁷²⁵ Betroffene haben unter den engen Voraussetzungen des § 51 I VwVfG einen Anspruch auf Wiederaufgreifen des Verfahrens und Entscheidung über die Aufhebung des Verwaltungsaktes nach dem einschlägigen materiellen Recht (*Wiederaufgreifen i.e.S.*). Soweit das materielle Recht eine gebundene Entscheidung vorsieht, besteht ein Aufhebungsanspruch; sieht es Ermessen vor, besteht lediglich ein Anspruch auf ermessensfehlerfreie Entscheidung.⁷²⁶ Liegt kein Fall

⁷²⁴ Vgl. allgemein zu dieser Rechtsschutzmöglichkeit *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 287, § 41 Rn. 140; *Ehlers*, JZ 2011, 155, 157; *Lübbe*, BayVBl 1995, 97, 101; speziell zur Produktintervention *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 28, Art. 42 MiFIR Rn. 52; Art. 17 PRIIP Rn. 44.

⁷²⁵ Zur Abgrenzung der Anwendungsbereiche von § 48 und § 49 VwVfG: BVerwGE 143, 230, 233 für § 48 VwVfG auch bei rechtswidrig gewordenen Dauerverwaltungsakten; *Ruffert*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 24 Rn. 6 für § 49 VwVfG auch bei rechtswidrig werdenden Verwaltungsakten; *Sachs*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 48 Rn. 49, 53 f., § 49 Rn. 5 ff. auch zur Anwendbarkeit des § 49 VwVfG auf rechtswidrige Verwaltungsakte; s. zu beidem auch *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 11 Rn. 16 ff.; *Ehlers/Schröder*, JURA 2010, 503, 506.

⁷²⁶ So die h.M.: BVerwGE 70, 110, 115; BVerwG, NJW 1982, 2204, 2205; *Sasse*, JURA 2009, 493, 495 f.; *Ruffert*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 26 Rn. 3 f.; *Sachs*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 51 Rn. 22, 30 ff., 84, 87, 142; *Ehlers/Schröder*, JURA 2010, 503, 507; s. auch *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 11 Rn. 81 f., 87 zur Ansicht, dass i.R.v. § 51 I VwVfG die §§ 48, 49 VwVfG An-

des § 51 I VwVfG vor, haben Betroffene nach §§ 51 V i.V.m. 48 I bzw. 49 I VwVfG lediglich einen Anspruch auf ermessensfehlerfreie Entscheidung über Wiederaufgreifen und Aufhebung (*Wiederaufgreifen i.w.S.*).⁷²⁷

Bei einer Feststellungsklage (s.o. 1.a.bb.), die inzident eine Rechtsverordnung zum Gegenstand hat, würde das Gericht in den Entscheidungsgründen deren *ipso iure* Nichtigkeit feststellen, soweit sie rechtswidrig ist.⁷²⁸ Bei einer gegen eine Allgemeinverfügung gerichteten Anfechtungsklage (s.o. 1.a.bb.) hebt das Gericht diese auf, soweit sie rechtswidrig ist und den Kläger in seinen Rechten verletzt (§ 113 I 1 VwGO). Bei einer auf einen Anspruch aus § 51 I oder § 48 I bzw. § 49 I VwVfG gestützten Verpflichtungsklage⁷²⁹ verurteilt das Gericht lediglich die Behörde zur Aufhebung der Allgemeinverfügung bzw. soweit ihr jedenfalls außerhalb der engen Voraussetzungen des § 51 I VwVfG Ermessen zusteht, sogar nur zur ermessensfehlerfreien Entscheidung (§ 113 V VwGO). Der Verpflichtungsschutz ist insoweit sowohl im Vergleich zur Anfechtungsklage als auch zur Feststellungsklage schwächer.⁷³⁰

wendung finden und beim Vorliegen seiner Voraussetzungen das Aufhebungsermessen grds. auf Null reduziert sein soll.

⁷²⁷ BVerwGE 95, 86, 87 f.; 135, 137, 141, 145; BVerwG, NVwZ 2013, 953 Rn. 9; Sasse, JURA 2009, 493, 495; Ruffert, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 26 Rn. 12; Sachs, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 51 Rn. 13, 15 f., 142; Ehlers/Schröder, JURA 2010, 503, 507; Maurer/Waldhoff, Allg. VerwR, § 11 Rn. 81, 88.

⁷²⁸ Vgl. BVerwGE 80, 355, 358 f.; BVerwGE 136, 54, 59 f.; BVerwG, NVwZ 2007, 1311, 1312 f.; zur Nichtigkeit bei Rechtswidrigkeit Ramsauer, Juridica International 2014, 69, 81.

⁷²⁹ Vgl. Sasse, JURA 2009, 493, 496, der jedenfalls bei gebundenen Entscheidungen die Möglichkeit befürwortet, direkt die Aufhebung mit einer Verpflichtungsklage geltend zu machen; s. aber auch Ruffert, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 26 Rn. 11, der für Wiederaufgreifen nach § 51 I VwVfG und Aufhebung jeweils eine Verpflichtungsklage fordert; ebenso Sachs, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 51 Rn. 69 ff.

⁷³⁰ Vgl. für ein Defizit des Verpflichtungs- ggü. dem Anfechtungsschutz gegen Verkehrszeichen unter pauschalem Verweis auf die besonderen Voraussetzun-

Art. 42 VI MiFIR auch i.V.m. § 15 I WpHG und Art. 17 VI PRIIP schreiben aber vor, dass die Behörde eine Produktintervention *widerruft*, wenn deren Voraussetzungen nicht mehr gelten. Daraus ergibt sich eine unionsrechtliche bzw. im Fall von § 15 I WpHG spezialgesetzliche Pflicht zur Aufhebung, die infolge des Anwendungsvorrangs des Unionsrechts bzw. als *Lex specialis* die Voraussetzungen und Restriktionen des § 51 I VwVfG und der §§ 48 I, 49 I VwVfG - insbesondere das Ermessen - überlagert.⁷³¹ Der Wortlaut („widerruft“, „nicht mehr gelten“) spricht zwar dafür, dass Art. 42 VI MiFIR auch i.V.m. § 15 I WpHG und Art. 17 PRIIP allein den Fall erfassen, dass die Produktintervention anfänglich rechtmäßig war und später rechtswidrig geworden ist. Wenn die Behörde aber sogar eine anfängliche rechtmäßige Produktintervention zu widerrufen hat, sobald ihre Voraussetzungen nicht mehr vorliegen, dann muss dies erst recht gelten, wenn die Voraussetzungen schon anfänglich gar nicht vorgelegen haben. Mithin haben alle Betroffenen aus Artt. 42 VI MiFIR, 17 VI PRIIP jedenfalls einen Wiederaufgreifensanspruch i.w.S. auf Aufhebung sowohl einer nachträglich als auch anfänglich rechtswidrigen Produktintervention.⁷³²

gen des § 51 VwVfG BVerwGE 138, 21 Rn. 16; differenzierter *Maurer*, Rechtsschutz gegen Verkehrszeichen, in: Baumeister/Roth/Ruthig (Hrsg.), Staat, Verwaltung und Rechtsschutz - Festschrift für Wolf-Rüdiger Schenke zum 70. Geburtstag, 2011, S. 1013, 1021 f., 1023 f.; differenzierter und a.A. *Ehlers* JZ 2011, 155, 157; zuvor auch schon *Stelkens* NJW 2010, 1184, 1186.

⁷³¹ S.a. *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 28, Art. 42 MiFIR Rn. 43, Art. 17 PRIIP Rn. 38; *dies.*, Auswahl und Einsatz von Handlungsformen am Beispiel der Finanzmarktaufsicht, in: Kahl/Mager (Hrsg.), Verwaltungshandeln, 2022, S. 131; vgl. auch allgemeiner zum anwendbaren Recht bei der Aufhebung von Verwaltungsakten, die Unionsrecht vollziehen *Erichsen/Buchwald*, JURA 1995, 84, 86 f.; s. zur Möglichkeit der unionsrechtlichen Überformung der Aufhebung von Verwaltungsakten grundlegend EuGH, UrT. v. 13.01.2004, Rs. C-453/00, Slg. 2004, I-873 Rn. 28 - *Kühne & Heitz*.

⁷³² Vgl. auch *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 22, 28, Art. 42 MiFIR Rn. 43, Art. 17 PRIIP Rn. 38.

Für den antizyklischen Kapitalpuffer ist demgegenüber unionsrechtlich oder sonst spezialgesetzlich keine Aufhebungspflicht vorgegeben. § 10d III 2 KWG, Art. 136 III 1 CRD IV sehen lediglich vor, dass die Quote vierteljährlich zu bewerten und erforderlichenfalls anzupassen ist. Eine allgemeine unionsrechtliche Pflicht nationaler Verwaltungsbehörden, bestandskräftig gewordene unionsrechtswidrige Maßnahmen aufzuheben, besteht nicht.⁷³³ Beim antizyklischen Kapitalpuffer bleibt es für die Aufhebung daher bei den Voraussetzungen der §§ 48, 49, 51 VwVfG, so dass außerhalb der eng begrenzten Fälle des § 51 I VwVfG klageweise lediglich eine gerichtliche Verpflichtung zur ermessensfehlerfreien Entscheidung erstritten werden kann, wenn nicht das Ermessen auf null reduziert ist. Liegen allerdings die Voraussetzungen der Festlegung nicht (mehr) vor, so dass die Maßnahme rechtswidrig ist und berücksichtigt man dann die nicht gegebene anfängliche Anfechtungsmöglichkeit des künftigen Adressaten, so zwingt dies zur Annahme einer solchen Ermessensreduktion.⁷³⁴

Steht der Verwaltung nach dem Gesagten i.R.d. Wiederaufgreifens i.w.S. damit kein Aufhebungsermessen zu, so hat der Betroffene einen Anspruch auf Aufhebung, soweit die Maßnahme rechtswidrig ist. Es kommt damit für den Verpflichtungsrechtsschutz wie bei Anfechtungs- und auch Feststellungsklage allein auf die Rechts-

⁷³³ EuGH, Urt. v. 13.01.2004, Rs. C-453/00, Slg. 2004, I-873 Rn. 24 - *Kühne & Heitz; Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 499 f. m.w.N.

⁷³⁴ Vgl. für eine Ermessensreduktion bei Betroffenheit erst nach Bestandskraft U. *Stelkens*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs* (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 287; s.a. *Porsch*, in: *Schoch/Schneider* (Hrsg.), VwGO, § 70 Rn. 16b zu Verkehrszeichen; *Ehlers* JZ 2011, 155, 157; *Lübbe* BayVBl 1995, 97, 101; demgegenüber unverständlich *Maurer*, Rechtsschutz gegen Verkehrszeichen, in: *Baumeister/Roth/Ruthig* (Hrsg.), FS Schenke, S. 1013, 1023 f.; im Allg. zur Möglichkeit eines Aufhebungsanspruchs bei Ermessensreduktion *Sachs*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs* (Hrsg.), VwVfG, § 51 Rn. 19; *Ruffert*, in: *Ehlers/Pünder* (Hrsg.), Allg. VerwR, § 24 Rn. 16 m.w.N.

widrigkeit an. Es bleibt hingegen dabei, dass die Verwaltung lediglich zur Aufhebung verpflichtet wird. Die Verwaltung ist aber von Verfassung wegen an Gesetz und Recht gebunden (Art. 20 GG), so dass die Befolgung eines Verpflichtungsurteils eine rechtsstaatliche Selbstverständlichkeit ist. Zudem besteht nach § 172 VwGO und subsidiär § 167 I VwGO i.V.m. § 888 ZPO die Möglichkeit, das Vornahmeurteil zwangsweise mit Zwangsgeld und als Ultima Ratio Zwangshaft durchzusetzen.⁷³⁵

c. Zwischenergebnis

Im Ergebnis bleiben für künftig Betroffene Anfechtungs- und ergänzender Verpflichtungsrechtsschutz gegenüber einer abstrakt-generellen Produktintervention oder Kapitalpufferfestlegung in Form einer Allgemeinverfügung sui generis hinter der bei einer Rechtsverordnung bestehenden Möglichkeit der Feststellungsklage zurück. Unter Berücksichtigung der unionsrechtlichen Überformung bzw. der Möglichkeit großzügiger Handhabung des Aufhebungsanspruchs sowie der Wiedereinsetzung in den vorherigen Stand kann die darin liegende Beschränkung des Rechtsschutzes aber als noch zumutbar qualifiziert werden, so dass zumindest insoweit keine Verletzung des Anspruchs auf effektiven Rechtsschutz aus Art. 19 IV GG und Artt. 47 I, 51 I GRCh anzunehmen ist.⁷³⁶ Somit folgt auch daraus kein unzulässiger Formenfehlgebrauch (vgl. oben C.).

⁷³⁵ Zum Verhältnis von § 172 VwGO und § 888 ZPO BVerfG, NVwZ 1999, 1330 f.; *Pietzner/Möller*, in: Schoch/Schneider (Hrsg.), VwGO, § 172 Rn. 11, 13.

⁷³⁶ Vgl. so mit Blick auf den per Verpflichtungsklage durchsetzbaren Aufhebungsanspruch bei Produktinterventionen *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 28, Art. 42 MiFIR Rn. 43, Art. 17 PRIIP Rn. 38; vgl. ebenso im Allg. *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn. 287, § 41 Rn. 140; *Porsch*, in: Schoch/Schneider (Hrsg.), VwGO, § 70 Rn. 16b zu Verkehrszeichen; *Ehlers* JZ 2011, 155, 157; *Wandschneider*, Allgemeinverfügung, S. 194 f., 305 f.; i.E. auch *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 247; a.A.

2. Das Erfordernis der Klagebefugnis in Abhängigkeit des statthaften Rechtsbehelfs

Die Wahl der Handlungsform kann allerdings Auswirkungen auch auf das Erfordernis der Klagebefugnis zeitigen. Nach § 42 II VwGO setzt sowohl die Anfechtungs- als auch die Verpflichtungsklage die Geltendmachung einer Verletzung in eigenen Rechten voraus. Zu beachten ist hierbei, dass die Grundrechte des GG nur insoweit zur Anwendung gelangen, als die BaFin autonomes nationales Recht vollzieht, also bei § 15 I WpHG, mit dem der Gesetzgeber das Produktinterventionsrecht über seinen unionsrechtlichen Anwendungsbereich erweitert hat (s. schon oben E.I.1.a.). Soweit die BaFin hingegen Unionsrecht durchführt, also bei Artt. 42 MiFIR, 17 PRIIP und § 10d KWG, der Artt. 130, 136, 139 CRD IV umsetzt, sind nach Art. 51 I GRCh die Grundrechte der GRCh maßstäblich.⁷³⁷

a. Adressaten der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers und der Produktintervention

Produktinterventionen und Kapitalpufferfestlegungen der BaFin richten sich nicht gegen bestimmte Adressaten (s. 3. Teil A.IV.2.b. und c. sowie 3.b.bb.aaa. und bbb.), sondern *ad incertas personas*⁷³⁸. Adressat einer belastenden Maßnahme mit offenem Adressatenkreis ist dann jeder, sobald er durch sein Verhalten von ihrem Regelungsbereich erfasst wird (vgl. 3. Teil A.III.1.); sodann wird für ihn

noch Vogel, BayVBl 1977, 617, 620 ohne aber die Möglichkeit der Wiedereinsetzung und des Wiederaufgreifens überhaupt gesehen zu haben.

⁷³⁷ Allg. zur Maßstäblichkeit der Unionsgrundrechte für mitgliedstaatliches Handeln EuGH, Urt. v. 26.02.2013, Rs. C-617/10, ECLI:EU:C:2013:105, Rn. 19 m.w.N. - Åkerberg Fransson; Urt. v. 06.03.2014, Rs. C-206/13, ECLI:EU:C:2014:126, Rn. 24.; Urt. v. 30.04.2014, Rs. C-390/12, ECLI:EU:C:2014:281, Rn. 31 ff.; s.a. BVerfGE 133, 277, 313 m.w.N.; Terhechte, in: von der Groben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europ. UnionsR, Art. 51 GRC Rn. 9 ff., 12.

⁷³⁸ Schlimbach, Leerverkäufe, S. 203 zur Produktintervention.

das verfügte Ge- oder Verbot aktuell, womit er unmittelbar in seinen Rechten betroffen sein kann und damit klagebefugt ist.⁷³⁹

Bei der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers, die das Vorhalten zusätzlichen Eigenkapitals für inländische Risikopositionen vorschreibt (s. 3. Teil IV.3.b.bb.aaa. und bbb.), ist dies für jedes Institut der Fall, sobald es eine solche Risikoposition erwerben will. Denn der Kapitalpuffer verpflichtet es dann zur Erhöhung seines Eigenkapitals und greift damit in die unternehmerische Freiheit (Art. 16 GRCh), d.h. die berufliche Betätigung von Unternehmen bzw. Unternehmern, als Sonderform der Berufsfreiheit (Art. 15 GRCh)⁷⁴⁰ ein.

Bei Produktinterventionen, die Vermarktung, Verkauf oder Vertrieb von Finanzprodukten bzw. Finanztätigkeiten beschränken, ist bei den Anbietern ebenso ein Eingriff in die unternehmerische Freiheit (Art. 16 GRCh) bzw. im Falle von § 15 I WpHG in die Berufsfreiheit (Art. 12 GG) gegeben, sobald sie ein untersagtes Geschäft vornehmen möchten.⁷⁴¹ Denn die Produktintervention verbietet ihnen dann ebendieses. Bei den Kunden eines angebotenen Finanzproduktes bzw. einer angebotenen Finanztätigkeit erscheint die Klagebefugnis hingegen fraglich. *Vermarktung, Vertrieb und Verkauf* von Finanzprodukten sowie *Finanztätigkeit* knüpfen an deren Anbieten an, so dass sich das Verbot unmittelbar an die Anbieter richtet,

⁷³⁹ Vgl. ähnlich zu Verkehrszeichen BVerwGE 27, 181, 185; BVerwG, NJW 2004, 698, 699; unter Verweis auf die Entscheidung des BVerwG ebenso für Maßnahmen der BaFin mit offenem Adressatenkreis *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 203 f.

⁷⁴⁰ Zum Verhältnis von Artt. 15 und 16 GRCh: Während die Berufsfreiheit jede berufliche Betätigung erfasst, ist die unternehmerische Freiheit eine spezielle Form der Berufsfreiheit für selbstständige Betätigungen, *Ruffert* in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 15 GRCh Rn. 4, Art. 16 GRCh Rn. 1 m.w.N.

⁷⁴¹ Vgl. *Ehlers*, WM 2017, 420, 423 zur Adressatenstellung der Anbieter; für ihre Anfechtungsbefugnis *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 28, Art. 42 MiFIR Rn. 52, Art. 17 PRIIP Rn. 44.

während ihre Kunden lediglich mittelbar von der Beschränkung des Angebots betroffen werden.⁷⁴²

b. Drittbetroffene einer Produktintervention

Eine Feststellungsklage gegen eine Rechtsverordnung würde nach § 43 I VwGO anders als § 42 II VwGO für einer Anfechtungs- oder Verpflichtungsklage zwar nicht die Geltendmachung einer Rechtsverletzung voraussetzen; vielmehr würde schon ein berechtigtes Interesse genügen. Ein Feststellungsinteresse lässt neben rechtlichen auch bloß wirtschaftliche Interessen zu.⁷⁴³ Wirtschaftliche Interessen könnten ohne Weiteres auch Kunden für sich in Anspruch nehmen, wie bspw. durch Investition des eigenen Vermögens Gewinne zu erzielen oder es zum Zweck der Altersvorsorge anzulegen. Nach der Rechtsprechung des BVerwG soll § 42 II VwGO allerdings analog auch bei einer Feststellungsklage zur Anwendung gelangen, die inzident die Überprüfung einer Rechtsverordnung zum Gegenstand hat.⁷⁴⁴ Insoweit würde die Wahl der Handlungsform dann keinen Unterschied bewirken. Die analoge Anwendung ist allerdings nicht zwingend.⁷⁴⁵

Bei Drittbetroffenen dürfte anders als bei den Adressaten einer Maßnahme eine Herleitung der verwaltungsprozessualen Klagebefugnis aus ihren Grundrechten wegen ihrer nur mittelbaren Betroffenheit zwar nur ausnahmsweise bei schweren und unerträglichen

⁷⁴² Die Klagebefugnis wegen nur mittelbarem Eingriff in die allgemeine Handlungsfreiheit verneinend *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 29; i.E. auch *Ohler*, in: Ehlers/Fehling/Pünder (Hrsg.), Bes. VerwR Bd. 1, § 32 Rn. 14.

⁷⁴³ St. Rspr. BVerwGE 36, 218, 226; 74, 1, 4; 99, 64, 65 f.

⁷⁴⁴ Aus der Rspr. etwa BVerwGE 99, 64, 66; 111, 276, 279; *Marsch*, in: Schoch/Schneider (Hrsg.), VwGO, § 43 Rn. 29, 29d, 54i m.w.N. aus der Rspr.; s.a. *Saurer*, Die Funktionen der Rechtsverordnung, S. 418.

⁷⁴⁵ Ablehnend z.B. *Wahl/Schütz*, in: Schoch/Schneider (Hrsg.), VwGO, § 42 Abs. 2 Rn. 24 ff. m.w.N.

Beeinträchtigungen in Betracht kommen⁷⁴⁶; ihr für die Klagebefugnis erforderlicher Drittschutz ist daher grundsätzlich einfachgesetzlich zu beurteilen.⁷⁴⁷ Die Grundrechte und der subjektiv-öffentliche Charakter des einfachen Rechts und damit einhergehend die Klagebefugnis stehen aber auch hierbei gleichwohl nicht völlig unverbunden nebeneinander: Der Gesetzgeber ist bei der Ausformulierung einfachgesetzlicher subjektiver Rechte nicht frei, sondern an die Grundrechte gebunden.⁷⁴⁸ Die Grundrechte sind verfassungsrechtliche subjektiv-öffentliche Rechte, die sich in einfachgesetzlichen subjektiven Rechten erfüllen und so über das einfache Recht auch die Klagebefugnis nach § 42 II VwGO begründen können; hier bestätigt sich abermals *Fritz Werners* Diktum⁷⁴⁹, dass Verwaltungsrecht konkretisiertes Verfassungsrecht ist.⁷⁵⁰ Die Grundrechte als subjektiv-öffentliche Rechte gebieten es dem Gesetzgeber damit, auf der Ebene des einfachen Rechts subjektive Rechte zur Verwirklichung des grundrechtlichen Schutzes zu schaffen und sind bei der (verfas-

⁷⁴⁶ Vgl. zum Drittschutz im Baurecht etwa die st. Rspr. BVerwGE 32, 173; 44, 244; 50, 282; 89, 69; s. speziell zur Produktintervention ablehnend *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 29; allgemeiner und sogar insgesamt für die Untauglichkeit der Grundrechte als subjektiv-öffentliche Rechte i.S.v. § 42 II VwGO *Wahl*, in: Schoch/Schneider (Hrsg.), VwGO, Vorb. 42 Abs. 2 Rn. 54, 85; für einen subsidiären Rückgriff auf die Grundrechte als subjektiv-öffentliche Rechte aber *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 8 Rn. 12; s.a. *Schmidt-Aßmann*, in: Dürig/Herzog/Scholz (Hrsg.), GG, 103. EL Januar 2024, Art. 19 Abs. 4 Rn. 121, 125 f.

⁷⁴⁷ *Sennekamp*, in: Fehling/Kastner/Strömer (Hrsg.), Verwaltungsrecht Handkommentar, 5. Aufl. 2021, § 42 VwGO Rn. 54.

⁷⁴⁸ *Wahl*, in: Schoch/Schneider (Hrsg.), VwGO, Vorb. 42 Abs. 2 Rn. 51; *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 8 Rn. 11; *Calliess*, NVwZ 2006, 1, 5.

⁷⁴⁹ *Werner* DVBl 1959, 527.

⁷⁵⁰ Zum ganzen *Wahl*, in: Schoch/Schneider (Hrsg.), VwGO, Vorb. § 42 Abs. 2 Rn. 49, 51, 53 f.; zur subjektiv-rechtlichen Qualität der Grundrechte *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 8 Rn. 11; *Schmidt-Aßmann*, in: Dürig/Herzog/Scholz (Hrsg.), GG, Art. 19 Abs. 4 Rn. 121; s.a. *Calliess*, NVwZ 2006, 1, 4 f.

sungskonformen) Auslegung des einfachen Rechts als subjektiv einzustellen.⁷⁵¹

Gegen die Annahme einer Verletzung der Kunden in eigenen einfachgesetzlichen Rechten, also einer Norm, die zumindest auch dem Schutz ihrer Individualinteressen zu dienen bestimmt ist⁷⁵², scheint im Ausgangspunkt § 4 IV FinDAG zu sprechen; denn die Grundsatznorm des § 4 IV FinDAG sieht - vornehmlich zum Ausschluss etwaiger Amtshaftungsansprüche⁷⁵³ - vor, dass die BaFin ihre Aufgaben grundsätzlich, wenn also spezialgesetzlich nichts anderes gilt, „nur im öffentlichen Interesse“ wahrnimmt.⁷⁵⁴ Der Wortlaut der speziellen Ermächtigungsgrundlagen zur Produktintervention Art. 42 I lit. a), II lit. a) i) MiFIR auch i.V.m. § 15 I WpHG und Art. 17 I lit. a), II lit. a) i) PRIIP „erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz“ deutet demgegenüber zwar an, dass bei einer Produktintervention auch Interessen der Anleger zu berücksichtigen sind. Allerdings knüpft der Wortlaut nicht an Bedenken für einzelne Anleger an, sondern spricht von Bedenken für den Anlegerschutz als solchen. Die institutionelle Anknüpfung spricht gegen einen individuellen und für einen bloß kollektiven Anlegerschutz im öffentlichen Interesse.⁷⁵⁵ Artt. 42 I lit. a), II lit. a) i) MiFIR auch i.V.m. § 15 I WpHG, Art. 17 I lit. a), II lit.

⁷⁵¹ Vgl. auch *Wahl*, in: Schoch/Schneider (Hrsg.), VwGO, Vorb. 42 Abs. 2 Rn. 52, 78, 85, 92, 98; *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 8 Rn. 11; *Schmidt-Aßmann*, in: Dürrig/Herzog/Scholz (Hrsg.), GG, Art. 19 Abs. 4 Rn. 123; *Calliess*, NVwZ 2006, 1, 5.

⁷⁵² Zur sog. *Schutznormtheorie* aus der st. Rspr. BVerfGE 81, 329, 334; 92, 313, 317; BVerwG, NVwZ 1995, 1200; aus der Lit. statt vieler *Schenke*, Verwaltungsprozessrecht, 18. Aufl. 2023, Rn. 519 ff. m.w.N.; *Klafki*, in: Ehlers/Pünder, Allg. VerwR, § 12 Rn. 14, 17 f.

⁷⁵³ *Gurlit*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 6. Aufl. 2024, § 24 Rn. 5; *Fischer/Boegl*, in: Ellenberger/Bunte (Hrsg.), BankR Hdb., § 110 Rn. 41 f.

⁷⁵⁴ *Auerbach*, Banken- und Wertpapieraufsicht, Rn. 9 f.; s.a. VG Frankfurt, Urteil vom 28.11.2019 - 7 K 243/18.F -, juris Rn. 20.

⁷⁵⁵ Vgl. auch *Cahn/Müchler*, BKR 2013, 45, 49; s. i.E. auch VG Frankfurt, Urteil vom 28.11.2019 - 7 K 243/18.F -, juris Rn. 21, 22.

a) i) PRIIP gewähren Kunden daher jedenfalls auf Tatbestandsseite kein subjektiv-öffentliches Recht. Durch die Verpflichtung auf den kollektiven Anlegerschutz im öffentlichen Interesse dürften aber nur Leistungsansprüche der Kunden auf ein finanzaufsichtliches Einschreiten zu ihrem individuellen Schutz sowie Amtshaftungsansprüche von vornherein ausgeschlossen sein,⁷⁵⁶ hingegen nicht ohne weiteres gleichsam ihr (Grundrechts-)Schutz gegen auch sie belastende Maßnahmen der Finanzaufsicht.⁷⁵⁷

Ein Grundrechtseingriff ist auch dann gegeben, wenn dem Einzelnen ein grundrechtlich geschütztes Verhalten mittelbar-faktisch erschwert wird, soweit dies in Zielrichtung und Wirkung einem klassischen Eingriff gleichkommt.⁷⁵⁸ Ebenso umfasst eine Einschränkung der EU-Grundrechte i.S.d. Art. 52 I GRCh auch mittelbar und faktisch wirkende Maßnahmen, soweit ihre Beeinträchtigung hinreichend direkt und spürbar ist.⁷⁵⁹ Auch wenn Anleger von einer Produktintervention nur mittelbar-faktisch betroffen sind, ist eine Verletzung jedenfalls ihrer allgemeinen Handlungsfreiheit - aus Art. 2 I GG bzw.

⁷⁵⁶ *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR § 15 WpHG Rn. 29, Art. 42 MiFIR Rn. 52, Art. Art. 17 PRIIP Rn. 44; *Ohler*, in: Ehlers/Fehling/Pünder (Hrsg.), Bes. VerwR Bd. 1, § 32 Rn. 14; *Manger-Nestler*, Kreditwesen, 2012, 528, 531.

⁷⁵⁷ Anders wohl VG Frankfurt, Urt. v. 17.06.2010 - 1 K 823/10.F -, juris Rn. 27 ff.: Keine Rechtsverletzung einer Anlegerin durch eine Untersagungs- und Abwicklungsanordnung des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen - der Rechtvorgängerin der BaFin -, weil die Anlegerin nicht Adressatin war und das BAKred nach § 6 IV KWG a.F. - jetzt § 4 IV FinDAG - seine Befugnisse ausschließlich im öffentlichen Interesse wahrnahm; aktueller ebenso anderer Ansicht noch VG Frankfurt, Urteil vom 28.11.2019 - 7 K 243/18.F -, juris Rn. 21 ff.

⁷⁵⁸ Zum modernen Eingriffsbegriff BVerfGE 105, 279, 300 f.; 110, 177, 191; 113, 63, 76; 116, 202, 222; 148, 40, 51.

⁷⁵⁹ Vgl. vor Verabschiedung der GRCh etwa EuGH, Urt. v. 23.09.2004, Rs. C-435/02, Slg 2004 I-103/03 Rn. 49; s. i.Ü. auch *Ehlers/Germelmann*, in: Ehlers (Hrsg.), Europäische Grundrechte und Grundfreiheiten, 5. Aufl. 2023, § 2.2 Rn. 121; *Kingreen*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 52 EU-GRCh Rn. 56; s.a. *Jarass*, EU-GRCh, 4. Aufl. 2021, Art. 52 Rn. 11 ff.

Art. 6 GRCh⁷⁶⁰ - daher nicht von vornherein ausgeschlossen. Eine Produktintervention beschneidet die privatautonome Entscheidung jedes einzelnen Kunden, ein Finanzprodukt zu erwerben. Die Einschränkung ihrer Entscheidungsfreiheit und Erwerbsmöglichkeit ist dabei nicht bloß eine fernliegende ungewollte Nebenfolge. Sie ist integraler Bestandteil der Produktintervention und daher als notwendiges Zwischenziel nicht nur bewusst in Kauf genommen, sondern intendiert. Die insoweit finale Verkürzung der grundrechtlich garantierten Privatautonomie stellt einen mittelbar faktischen Eingriff in die allgemeine Handlungsfreiheit dar. Dies gilt selbst für eine Produktintervention, die zum Schutz des Kundenkollektivs vor den Gefahren eines Finanzproduktes - wie etwa dem Verlustrisiko bei CFD (dazu 3. Teil A.IV.2.b. und c.) - verfügt wird. Denn eine solche stellt für den einzelnen Anleger, der sich zu einer risikobewussten Anlageentscheidung in der Lage sieht, dem aber gleichwohl, um das Kollektiv der durchschnittlichen Anleger zu schützen, diese Möglichkeit genommen wird, eine paternalistische Bevormundung wider Willen dar.⁷⁶¹ Verdient sich ein Anleger mit dem Handeln von Finanzprodukten gar seinen Lebensunterhalt⁷⁶², steht wie bei den Anbietern eine Verletzung der Berufsfreiheit (Art. 12 GG) bzw. der

⁷⁶⁰ Vgl. schon EuGH, Urt. v. 21.05.1987, verb. Rs. C-133-136/85, Slg. 1987, 2289 Rn. 15, der bereits vor Verabschiedung der GRCh die allgemeine Handlungsfreiheit als allgemeinen Rechtsgrundsatz erwähnt; für eine Fortgeltung als allgemeiner Rechtsgrundsatz nach Art. 6 III EUV *Ehlers/Germelmann*, in: Ehlers (Hrsg.), *Europ. Grundrechte und Grundfreiheiten*, § 2.2 Rn. 13, 52; wie hier zu Art. 6 GRCh *Calliess* in: *Calliess/Ruffert* (Hrsg.), *EUV/AEUV*, Art. 6 EU-GRCh Rn. 12 m.w.N.; hingegen für eine Beschränkung auf die Bewegungsfreiheit *Knecht*, in: *Schwarze/Becker/Hatje/Schoo* (Hrsg.), *EU-Kommentar*, Art. 6 EU-GRCh Rn. 4 m.w.N.

⁷⁶¹ Vgl. *Buck-Heeb*, BKR 2017, 89, 98; *dies*, JZ 2017, 279, 286; vgl. auch *Gerding*, BKR 2017, 441, 442.

⁷⁶² Vgl. zu einem solchen Fall *Börsenzeitung v. 05.01.2019*, „BaFin plant erneute Beschränkung von CFDs für Kleinanleger“; FAZ v. 04.12.2018, „Anleger klagt gegen Anlegerschutz“, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/anleger-klagt-gegen-anlegerschutz-15922948.html>, zuletzt 03.07.2024.

unternehmerischen Freiheit (Art. 16 GRCh) in Rede. Zwar mag die (paternalistische) Beschränkung der Grundrechte etwa zum Schutz des Kundenkollektivs oder auch der Stabilität des Finanzsystems gerechtfertigt werden können. Die Möglichkeit einer Grundrechtsverletzung ist aber jedenfalls nicht von vornherein auszuschließen.

Dementsprechend verlangen auch Art. 42 II lit. c) MiFIR auch i.V.m. § 15 I WpHG und Art. 17 II lit. c) PRIIP im Rahmen des auf Rechtsfolgenseite vorgesehenen Ermessens ausdrücklich, dass die Wirkungen der Produktintervention nicht nur auf Marktteilnehmer, sondern gerade auch auf Anleger zu berücksichtigen sind, die das Finanzprodukt oder die Finanztätigkeit nutzen und davon profitieren möchten. Damit findet der Schutz der grundrechtlich verbürgten privatautonomen Entscheidungsfreiheit und Interessen der Kunden zwar nicht auf Tatbestands-, aber auf Rechtsfolgenseite auch einen einfachgesetzlichen Ausdruck. Soweit eine Ermessensvorschrift die Berücksichtigung auch individueller Interessen verlangt, vermittelt sie jedenfalls ein subjektiv-öffentliches Recht auf fehlerfreie Ermessensausübung.⁷⁶³ Mithin steht Kunden aus Art. 42 II lit. c) MiFIR auch i.V.m. § 15 I WpHG, Art. 17 II lit. c) PRIIP ein grundrechtlich fundiertes subjektiv-öffentliches Recht zumindest auf fehlerfreie Einstellung ihrer Interessen in die Ermessensentscheidung zu.⁷⁶⁴ Soweit sie die Möglichkeit der nicht ausreichenden Berücksichtigung ihrer Interessen und damit eines Ermessensfehlers geltend machen können, sind auch drittbetroffene Kunden damit sogar klagebefugt nach § 42 II VwGO.

⁷⁶³ Vgl. BVerwGE 39, 235 (237); 85, 220 (222); *Wahl/Schütz*, in: Schoch/Schneider (Hrsg.), VwGO, § 42 Abs. 2 Rn. 84, 85; *Happ*, in: Eyermann (Hrsg.), VwGO, § 42 Rn. 162; *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 8 Rn. 15; *Sachs*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 40 Rn. 139 ff.; s.a. *Klafki*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 12 Rn. 16, 45 f.

⁷⁶⁴ A.A. VG Frankfurt, Urteil vom 28.11.2019 - 7 K 243/18.F -, juris Rn. 27.

3. Zwischenergebnis

Da hiernach die Klagebefugnis nach § 42 II VwGO nicht nur der von der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers bzw. einer Produktintervention adressierten Institute bzw. Anbieter, sondern auch der nur mittelbar-faktisch drittbetroffenen Kunden begründbar ist, wirkt sich die Wahl der Allgemeinverfügung statt einer Rechtsverordnung nicht nachteilig auf den Rechtsschutz aus, selbst wenn man entgegen der gefestigten Rechtsprechung des BVerwG für die Feststellungsklage im Unterschied zur Anfechtungs- und Verpflichtungsklage keine Klagebefugnis verlangen würde. Damit bewirkt die Wahl der Allgemeinverfügung für die abstrakt-generelle Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers und Produktinterventionen gegenüber einer Rechtsverordnung insgesamt keine unzumutbare Verkürzung des Rechtsschutzes, so dass sie nicht als unzulässiger Formenmissbrauch zu qualifizieren ist.

Gleichwohl bleibt aber der Rechtsschutz künftiger Adressaten hierdurch hinter demjenigen anfänglicher Adressaten zurück. Für den insofern vergleichbaren Sonderfall des Verkehrszeichens propagiert das BVerwG - bisher einzigartig - zur Beseitigung des bei ihnen infolge ihrer ebenfalls generellen Adressatenkreise und des grundsätzlichen Fristbeginns mit öffentlicher Bekanntgabe verkürzten Anfechtungsrechtsschutzes künftig Betroffener richterrechtlich einen Fristbeginn erst mit tatsächlichem Betroffenwerden.⁷⁶⁵ Im

⁷⁶⁵ Siehe BVerwGE 138, 21 Rn. 14 f., 16, das für den Sonderfall der Verkehrszeichen wegen des verkürzten Anfechtungsrechtsschutzes allerdings trotz § 51 VwVfG einen Verstoß gegen Art. 19 IV GG annimmt, aber weder Wiedereinsetzung noch Wiederaufgreifen i.w.S. bei einer Ermessensreduktion auf null berücksichtigt; zuvor offengelassen von BVerfG, NJW 2009, 3642, 3644; mit Unverständnis ggü. einer Ermessensreduktion befürwortend *Maurer*, Rechtsschutz gegen Verkehrszeichen, in: Baumeister/Roth/Ruthig (Hrsg.), FS Schenke, S. 1013, 1021 f.; ablehnend hingegen *Ehlers* JZ 2011, 155, 157; s.a. schon *Stelkens* NJW 2010, 1184, 1186.

Interesse eines konvergenten Rechtsschutzes soll im letzten Teil die Kodifikation dieser Praxis als Reformoption speziell für die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers und die Produktintervention erwogen werden. Da die aus dem offenen Adressatenkreis und der öffentlichen Bekanntgabe resultierende Rechtsschutzdivergenz gleichermaßen abstrakt-generelle Allgemeinverfügungen sui generis wie konkret-generelle Allgemeinverfügungen betrifft, könnten die Reformvorschläge sogar für beide fruchtbar gemacht und so der bisherige Sonderweg des BVerwG für Verkehrszeichen zu einer allgemeinen Verwaltungsrechtsdogmatik ausgebaut werden.

III. Rechtsschutz gegen normative Maßnahmen der ESAs und der EZB nach Unionsrecht

Im Unionsrecht ist nach der ausdrücklichen Regelung des Art. 263 I AEUV eine Anfechtungsmöglichkeit gegen alle rechtsverbindlichen Handlungen der Unionsorgane sowie von Einrichtungen und sonstigen Stellen der Union vorgesehen. Für die Eröffnung der Klagemöglichkeit kommt es daher nicht auf ihre Zuordnung zu einer Handlungsform an, sondern allein darauf, dass es sich um eine Maßnahme mit Rechtswirkung handelt.⁷⁶⁶ Die Nichtigkeitsklage ist gegen Verordnungen genauso statthaft wie gegen adressatenlose Beschlüsse. Die weiteren Zulässigkeitsvoraussetzungen der Nichtigkeitsklage differieren aber nach der Handlungsform. Insbesondere variieren nach Art. 263 IV AEUV die Anforderungen an die Klagebe-

⁷⁶⁶ Vgl. schon zuvor die Rspr. zu Art. 173 EWG EuGH, Urt. v. 31.03.1971, Rs. 22/70, Slg. 1971-00263, Rn. 38/42; s. zu Art. 263 AEUV etwa *Schroeder*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 9, 13; *Drechsler*, in: Dausen/Ludwigs (Hrsg.), Hdb. EU-WirtschaftsR, B.III. Rn. 130, 135; *Biervert*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV, Rn. 15; *Lange*, in: Leible/Terhechte (Hrsg.), EnzEuR Bd. 3, § 31 Rn. 60; *Frenz*, Hdb. EuropaR Bd. 5, Rn. 1238 f., 1470, 2770; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 432, 433 ff.; *Dickschen*, Empfehlungen und Leitlinien, S. 79.

rechtiung natürlicher und juristischer Personen in Abhängigkeit davon, ob der Klagegegenstand adressatengerichtet ist, individuell betreffend ist oder Ordnungscharakter hat. Insoweit kommt es also auch für den Rechtsschutz auf die Abgrenzung zwischen konkret-individuellen und abstrakt-generellen Handlungsformen an.⁷⁶⁷ Der EuGH stellt dabei in gefestigter Rechtsprechung - im Interesse eines effektiven Rechtsschutzes und im Unterschied zur deutschen Verwaltungsgerichtsbarkeit - nicht auf die äußere Form ab (s.a. 3. Teil B.II.), sondern auf das materielle Wesen der angefochtenen Maßnahme.⁷⁶⁸

1. Administratives Beschwerdeverfahren

Anders verhält es sich allerdings mit Art. 60 ESA-VOen und Art. 24 SSM-VO, die ausdrücklich an die Handlungsform des Beschlusses anknüpfen. Art. 60 I, II ESA-VOen sieht i.V.m. Art. 263 V AEUV gegen *Beschlüsse* der ESAs zusätzlich zur Nichtigkeitsklage ein administratives Beschwerdeverfahren vor. Eine Beschwerde steht nach Art. 60 I ESA-VO allerdings nur Personen offen, an die ein Beschluss gerichtet ist bzw. Dritten, die individuell und unmittelbar von einem an einen anderen gerichteten Beschluss betroffen werden, d.h. insge-

⁷⁶⁷ *Biervert*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 288 AEUV, Rn. 15, 32; vgl. *Pechstein*, EU-Prozessrecht, 4. Aufl. 2011, Rn. 400 ff.; *Lange*, in: Leible/Terhechte (Hrsg.), EnzEuR Bd. 3, § 31 Rn. 61; schon zu Art. III-365 IV VV *Härtel*, Hdb. Europ. Rechtsetzung, § 7 Rn. 9 ff; *Frenz*, Hdb. EuropaR Bd. 5, Rn. 800, 802 f., 806 ff.; für eine weitergehende Entkopplung von Handlungsformensystem und Rechtsschutz bereits zum EGV *Bast*, in: Bogdandy/Bast (Hrsg.), Europ. VerfassungsR, S. 518 ff., s. aber auch S. 550, 555 ff.

⁷⁶⁸ EuGH, Urt. v. 31.03.1971, Rs. 22/70, Slg. 1971-00263, Rn. 38/42; Urt. v. 17.07.2008, Rs. C-521/06 P, Slg. 2008, I-5829 Rn. 43 ff.; Urt. v. 18.11.2010, Rs. C-322/09 P, Slg. 2010, I-11911 Rn. 46 f.; *Schroeder*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 9; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 437; s.a. *Glos/Benzing*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 2 Rn. 264.

samt nur bei *adressatengerichteten* Beschlüssen.⁷⁶⁹ Insoweit ist der Rechtsschutz ähnlich wie nach der VwGO zweistufig ausgestaltet. Adressaten eines Beschlusses sowie Dritte, die von einem adressatengerichteten Beschluss unmittelbar und individuell betroffen sind, haben zunächst innerhalb von drei Monaten ab Bekanntgabe des Beschlusses Beschwerde einzureichen, um sodann binnen zwei Monaten ab Bekanntgabe der Entscheidung des Beschwerdeausschusses Nichtigkeitsklage nach Art. 263 IV AEUV erheben zu können (Art. 61 ESA-VOen, Art. 263 AEUV).⁷⁷⁰ Da die Produktinterventionsbeschlüsse der ESAs jedenfalls adressatenlos ergehen, bedarf es in den untersuchten Fällen aber ohnehin keiner Durchführung eines Beschwerdeverfahrens vor Erhebung einer Nichtigkeitsklage (vgl. auch Art. 61 I 2. HS. ESA-VOen).

Auch Art. 24 V SSM-VO sieht ausdrücklich gegen Beschlüsse der EZB ein administratives Überprüfungsverfahren vor. Jede Person kann vor Erhebung der Nichtigkeitsklage die Überprüfung eines Beschlusses der EZB beantragen, der an sie gerichtet ist oder sie unmittelbar und individuell betrifft. Dabei handelt es sich allerdings nicht um eine obligatorische Zulässigkeitsvoraussetzung für eine spätere Nichtigkeitsklage, sondern bloß um eine fakultative Rechtsschutzmöglichkeit (vgl. Art. 24 XI SSM-VO).⁷⁷¹ Mithin bedarf es auch vor Erhebung der Nichtigkeitsklage gegen eine Kapitalpufferfestlegung der EZB nicht der vorherigen erfolglosen Durchführung eines Beschwerdeverfahrens.

⁷⁶⁹ Anders *Manger-Nestler*, *Kreditwesen*, 2012, 528, 530.

⁷⁷⁰ *Schlimbach*, *Leerverkäufe*, S. 209; *Manger-Nestler*, *Kreditwesen*, 2012, 528, 531; *Gurlit*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert* (Hrsg.), *WertpapierhandelsR*, Art. 40 MiFIR Rn. 38.

⁷⁷¹ *Glos/Benzing*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), *Hdb. BankenaufsichtsR*, § 2 Rn. 238, 240; *Fischer/Boegl*, in: *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *BankR Hdb.*, § 111 Rn. 87 ff., 92; *Ohler*, *Bankenaufsicht und Geldpolitik*, § 5 Rn. 247 ff.; *Müller-Graff*, *EuZW* 2018, 101, 106; *Sacarcelik*, *BKR* 2013, 353, 359; *Berger WM* 2016, 2361, 2368; *Lehmann/Manger-Nestler*, *ZBB* 2014, 1, 19.

Nichts anderes würde bei einem Handeln in Form einer delegierten Verordnung gelten, für die Art. 60 ESA-VOen und Art. 24 SSM-VO nach ihrem Wortlaut keine Anwendung finden. Somit bewirkt die Wahl der Handlungsform des Beschlusses mit Blick auf ein administratives Vorverfahren keinen Unterschied zum Rechtsschutz gegen eine Verordnung.

2. Klageberechtigung im Rahmen der Nichtigkeitsklage: Abhängigkeit vom Klagegegenstand

a. Keine Adressatengerichtetheit, Art. 263 IV Alt. 1 AEUV

Nach Art. 263 IV Alt. 1 AEUV kann gegen Handlungen, die an Personen gerichtet sind, jeder, an den sie gerichtet sind, ohne weiteres Nichtigkeitsklage erheben. Personengerichtet sind Handlungen, die alle von ihrer Rechtswirkung erfassten Adressaten ausdrücklich oder jedenfalls implizit abschließend bestimmen (vgl. 3. Teil B.I. und III.1.). Im Ergebnis trifft dies nur auf adressatengerichtete Beschlüsse zu.⁷⁷² Die Produktintervention der ESA und die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers der EZB richten sich wie gesehen weder an bestimmte Institute und Anbieter noch an bestimmte Kunden (s. 3. Teil B.IV.2.a. und b. sowie 3.a.). Sie haben einen offenen Adressatenkreis. Eine Klageberechtigung betroffener Institute, Anbieter und Kunden ist daher nach Art. 263 IV Alt. 1 AEUV nicht gegeben.

⁷⁷² *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 404, 439, 446; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 442 f., 461; vgl. auch *Lange*, in: *Leible/Terhechte* (Hrsg.), *EnzEuR* Bd. 3, § 31 Rn. 61; *Frenz*, *Hdb. EuropaR* Bd. 5, Rn. 1339, 2901, 2903; schon zu Art. III-365 IV VV *Härtel*, *Hdb. Europ. Rechtsetzung*, 2006, § 7 Rn. 11; *Ilgner*, *Durchführung der Rechtsakte des europ. Gesetzgebers*, S. 276; *Cremer*, *DÖV* 2010, 58, 60.

b. Keine individuelle Betroffenheit, Art. 263 IV Alt. 2 AEUV

Art. 263 IV Alt. 2 AEUV erfasst demgegenüber alle Handlungen, die Rechtswirkungen entfalten und nicht an bestimmte Adressaten gerichtet sind und gilt damit sowohl bei adressatenlosen Beschlüssen als auch bei Verordnungen.⁷⁷³ Klageberechtigt sind allerdings nur Personen, die unmittelbar und individuell betroffen sind. Betroffen ist jeder, in dessen Interessenkreis eine Maßnahme eingreift, wobei die Geltendmachung jedes rechtlichen, tatsächlichen, ideellen oder wirtschaftlichen Interesses an der Legalität der Maßnahme ausreicht.⁷⁷⁴ Damit ist die Klageberechtigung weiter als die Klagebefugnis nach § 42 II VwGO und entspricht eher dem Feststellungsinteresse des § 43 I VwGO.⁷⁷⁵ Wie bereits gesehen (s. F.II.2.a.), greift die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers in die unternehmerische Freiheit (Art. 16 GRCh) der Institute ein und die Produktintervention in die der Anbieter der Finanzprodukte bzw. Finanztätigkeit⁷⁷⁶ sowie jedenfalls in wirtschaftliche Interessen ihrer Kunden (s.o. F.II.2.b.).

Individuell betroffen ist eine Person aber nur, wenn die Maßnahme sie aufgrund bestimmter persönlicher Eigenschaften oder anderer Umstände aus dem Kreis der Allgemeinheit heraushebt und sie dadurch in ähnlicher Weise individualisiert wie einen Adressaten

⁷⁷³ *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 406, 408; *Lange*, in: Leible/Terhechte (Hrsg.), *EnzEuR* Bd. 3, § 31 Rn. 61; *Glaser*, *Europ. VerwR* aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 443 f., 445, 461; vgl. auch *Cremer*, *DÖV* 2010, 58, 60; noch zu Art. III-365 IV VV *Härtel*, *Hdb. Europ. Rechtsetzung*, § 7 Rn. 12.

⁷⁷⁴ *Pechstein*, EU-ProzessR, Rn. 447, 449; *Wörner*, *Weiche Verhaltenssteuerungsformen*, S. 473; *Frenz*, *Hdb. EuropaR* Bd. 5, Rn. 2910; *Müller-Graff*, *EuZW* 2018, 101, 105.

⁷⁷⁵ Vgl. *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 440 ff., 447; 449; s.a. *Wörner*, *Weiche Verhaltenssteuerungsformen*, S. 472 f.

⁷⁷⁶ Vgl. ähnlich zu Leerverkaufsverboten *Lange*, *Regulierung von Aktienleerverkäufen*, S. 274 f., s. auch zu anderen Grundrechten S. 262 ff.; dazu auch *Schlimbach*, *Leerverkäufe*, S. 31 f.

(*Plaumann*-Formel).⁷⁷⁷ An einer individuellen Betroffenheit fehlt es danach und in Abgrenzung zu Art. 263 IV Alt. 3 AEUV grundsätzlich, wenn die Maßnahme einen abstrakten Sachverhalt mit Wirkung für einen generellen, offenen Personenkreis regelt.⁷⁷⁸ Dies gilt insbesondere, wenn eine Maßnahme bloß an eine Tätigkeit als Wirtschaftsteilnehmer angeknüpft, die jederzeit von jedermann ausgeübt werden kann.⁷⁷⁹ Etwas anderes kann gelten, wenn die Maßnahme in zuvor individuell verliehene subjektive Recht - bspw. eine Genehmigung - eingreift⁷⁸⁰ oder wenn besondere Vorschriften beim Erlass der Maßnahme die Berücksichtigung ihrer Auswirkungen auf Interessen bestimmter Einzelpersonen verlangt, für die sich bei Nichtberücksichtigung der Vorschrift individuelle Nachteile ergeben. Indizien dafür sind besondere Beteiligungs-, Informations- oder Mitwirkungsrechte bestimmter Personen.⁷⁸¹ Von der Produktinter-

⁷⁷⁷ EuGH, Urt. v. 15.07.1963, Rs. 25/62, Slg. 1963, 213, S. 238 - *Plaumann*; für Art. 263 IV Alt. 2 AEUV bestätigt durch EuGH, Urt. v. 03.10.2013, Rs. C-583/11 P, ECLI:EU:C:2013:625, Rn. 71 f. - *Inuit Tapiriit*; *Dörr*, in Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg), Recht der EU, Art. 263 AEUV Rn. 68 ff., 76, 79; *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 456; *Frenz*, Hdb. EuropaR Bd. 5, Rn. 1239, 2914; *Danwitz*, Europ. VerwR, S. 291; *Glos/Benzing*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 2 Rn. 268; *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 476.

⁷⁷⁸ Vgl. EuGH, Urt. v. 22.11.2001, Rs. C-451/98, Slg. 2001, I-08949, Rn. 52; Urt. v. 29.04.2004, Rs. C-298/00 P, Slg. 2004, I-04087, Rn. 36 f.; vgl. auch EuGH, Urt. v. 03.10.2013, Rs. C-583/11 P, ECLI:EU:C:2013:625, Rn. 72 f. - *Inuit Tapiriit*; *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 471 f.; *Dörr*, in Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg), Recht der EU, Art. 263 AEUV Rn. 72 f.; s.a. *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 478.

⁷⁷⁹ Vgl. EuGH, Urt. v. 15.07.1963, Rs. 25/62, Slg. 1963, 213, S. 238 - *Plaumann*; Urt. v. 06.10.1982, Rs. 307/81, Slg. 1982, S. 3463, Rn. 11; Beschl. v. 23.11.1995, Rs. C-10/95 P, Slg. 1995, I-4149, Rn. 42; vgl. auch EuGH, Urt. v. 03.10.2013, Rs. C-583/11 P, ECLI:EU:C:2013:625, Rn. 72 f. - *Inuit Tapiriit*; s.a. *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 478; vgl. *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 472.; *Frenz/Distelrath*, NVwZ 2010, 162, 163; *Cremer*, DÖV 2010, 58.

⁷⁸⁰ *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 451, 471, 474.

⁷⁸¹ Vgl. etwa EuGH, Beschl. v. 23.11.1995, RS. C-10/95 P, Slg. 1995, I-04149, Rn. 40; Urt. v. 17.02.2009, Rs. C-483/07 P, Slg. 2009, I-00959, Rn. 53; *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 468, 475; s.a. *Frenz*, Hdb. EuropaR Bd. 5, Rn. 2922 ff.; *Danwitz*,

vention ist jeder betroffen, der das Finanzprodukt bzw. die Finanz-
tätigkeit anbieten oder erwerben möchte; von der Festlegung des
antizyklischen Kapitalpuffers jedes Institut, das eine inländische
Risikoposition hält oder halten will (s.o.). Die Festlegung des Kapi-
talpuffers und die Produktintervention knüpfen nicht an persönliche
Eigenschaften an. Sie betreffen die Institute und die Anbieter der
Finanzprodukte oder -tätigkeit sowie deren Kunden nur im Hinblick
auf Tätigkeiten, die gleichermaßen jederzeit von jedem anderen
Finanzmarktteilnehmer ausgeübt werden könnten. Weder wird das
Halten bestimmter Risikopositionen und das Angebot bzw. der Er-
werb bestimmter Finanzprodukte einzelnen Instituten, Anbietern
und Kunden von der Finanzaufsicht vorab genehmigt, noch sind für
sie besondere Beteiligungsrechte vorgesehen (vgl. E.II.2.a., III.2.).
Mithin sind sie nicht individuell betroffen.⁷⁸²

c. Rechtsakt mit Verordnungscharakter, Art. 263 IV Alt. 3 AEUV

Art. 263 IV Alt. 3 AEUV knüpft schließlich an Rechtsakte mit Ver-
ordnungscharakter an, die keine Durchführungsmaßnahmen nach
sich ziehen. Wie Alt. 2 erfasst Alt. 3 in Abgrenzung zu Alt. 1 Hand-
lungen, die ihre Adressaten nicht explizit oder implizit abschließend
bestimmen.⁷⁸³ Gegen Rechtsakte mit Verordnungscharakter, die
keine Durchführungsmaßnahmen nach sich ziehen, sind alle Perso-
nen klageberechtigt, die unmittelbar von ihnen betroffen sind. Auf

Europ. VerwR, S. 291; *Dörr*, in *Grabitz/Hilf/Nettesheim* (Hrsg.), *Recht der EU*,
Art. 263 AEUV Rn. 70.

⁷⁸² Vgl. *Manger-Nestler*, *Kreditwesen*, 2012, 528, 530; offengelassen von *Gurlit*, in:
Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), *WertpapierhandelsR*, Art. 40 MiFIR Rn. 39;
anders mit Blick auf Leerverkaufsverbote *Schlimbach*, *Leerverkäufe*, S. 209.

⁷⁸³ *Frenz*, *Hdb. EuropaR* Bd. 5, Rn. 2904; *Pechstein*, *EU-Prozessrecht*, Rn. 428.

eine individuelle Betroffenheit kommt es im Unterschied zu Art. 263 IV Alt. 2 AEUV nicht an.⁷⁸⁴

Rechtsakte mit Ordnungscharakter zeichnen sich durch eine allgemeine Geltung, d.h. einen abstrakt-generellen Charakter aus.⁷⁸⁵ Streitig war zunächst, ob der Anwendungsbereich des Art. 263 IV Alt. 3 AEUV auf untergesetzliche Exekutivrechtsakte beschränkt ist⁷⁸⁶ oder darüber hinaus auch Legislativakte von Rat und Parlament erfasst.⁷⁸⁷ Der EuGH hat diese Rechtsfrage dahingehend geklärt, dass der Begriff „Rechtsakte mit Ordnungscharakter“ Gesetzgebungsakte nicht umfasst.⁷⁸⁸ Mit abstrakt-generellen Rechtsakten, die keine Gesetzgebungsakte sind, erfasst die dritte Alternative in erster Linie delegierte Verordnungen. Unter die weite Formulierung „Rechtsakte mit Ordnungscharakter“ können aber auch

⁷⁸⁴ *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 288 AEUV Rn. 103; *Frenz/Distelrath*, NVwZ 2010, 162, 165; *Cremer*, DÖV 2010, 58, 60.

⁷⁸⁵ EuGH, Urt. v. 03.10.2013, Rs. C-583/11 P Rn. 60 - *Inuit Tapiriit*; zuvor EuG, Beschl. v. 06.09.2011, Rs. T-18/10, Slg. 2011, II-5599, Rn. 42; *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 422, 429, 431, *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 276; *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 497; *Frenz*, Hdb. EuropaR Bd. 5, Rn. 848; *Dörr*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 263 AEUV Rn. 83; anders *Cremer*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 263 AEUV Rn. 68, der aus rechtspraktischen Gründen - gerade zur Vermeidung von Abgrenzungsproblemen - auch konkret-individuelle Beschlüsse unter Rechtsakte mit Ordnungscharakter fassen möchte.

⁷⁸⁶ Dafür etwa *Lange*, in: Leible/Terhechte (Hrsg.), EnzEuR Bd. 3, § 31 Rn. 61; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 446 ff., 461; *Michel*, Institutionelles Gleichgewicht, S. 276 f.; *König/Kleinlein*, in: Schulze/Janssen/Kadelbach (Hrsg.), Europarecht, § 2 Rn. 37 m.w.N.; *Cremer*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 263 AEUV Rn. 69 ff., 71 m.w.N.; noch zu Art. III-365 IV *VV Härte!*, Hdb. Europ. Rechtsetzung, § 7 Rn. 13.

⁷⁸⁷ Dafür etwa *Bast*, in: Bogdandy/Bast (Hrsg.), Europ. VerfassungsR, S. 551, 556 f.; *Frenz*, Hdb. EuropaR Bd. 5, Rn. 2933 f.; *ders./Distelrath*, NVwZ 2010, 162, 165; *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 422, 423 ff., 432 m.w.N.

⁷⁸⁸ EuGH, Urt. v. 03.10.2013, Rs. C-583/11 P Rn. 61 - *Inuit Tapiriit*; zuvor EuG, Beschl. v. 06.09.2011, Rs. T-18/10, Slg. 2011, II-5599, Rn. 56; dazu *Cremer*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 263 AEUV Rn. 68 f., 71; *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 498; s.a. *Ilgner*, Durchführung der Rechtsakte des europ. Gesetzgebers, S. 274 f.

andere Rechtsakte mit abstrakt-generellem Charakter gefasst werden. In Übereinstimmung mit der Rechtsprechung des EuGHs kommt es danach nicht auf die äußere Form der delegierten Verordnung an. Art. 264 IV Alt. 3 AEUV greift gleichermaßen bei abstrakt-generellen delegierten Verordnungen wie bei abstrakt-generellen adressatenlosen Beschlüssen.⁷⁸⁹ Die Festlegung des anti-zyklischen Kapitalpuffers und Produktinterventionen sind abstrakt-generelle Maßnahmen der Exekutive (s. 3. Teil B.IV.2.a. und b. sowie 3.a.). Sie haben damit Verordnungscharakter i.S.v. Art. 263 IV Alt. 3 AEUV.⁷⁹⁰

Unmittelbar betroffen ist derjenige, auf dessen Interessenkreis sich eine Maßnahme ohne Hinzutreten weiterer Umstände auswirkt. Dies ist stets der Fall, wenn es sich um eine sog. *self-executing*-Maßnahme handelt, d.h. wenn die von der Maßnahme vorgesehene Belastung - insb. ein Ver- oder Gebot - bei allen Betroffenen ohne weiteren exekutiven Akt eintritt.⁷⁹¹ Bei wertender Betrachtung ist es aber auch dann der Fall, wenn zwar ein Vollzugsakt erforderlich ist, dieser aber nicht im Ermessen steht, so dass der Eingriff in den Interessenkreis des Betroffenen zwingend bevorsteht und vorhersehbar ist.⁷⁹² Der ausdrückliche Zusatz „keine Durchfüh-

⁷⁸⁹ Vgl. etwa EuG, Urt. v. 25.10.2011, Rs. T-262/10, Slg. 2011, II-05599, Rn. 24 f.; *Dörr*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 263 AEUV Rn. 82 f.; *Cremer*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 263 AEUV Rn. 63 ff.; *Lange*, in: Leible/Terhechte (Hrsg.), EnzEuR Bd. 3, § 31 Rn. 61; *Frenz*, Hdb. EuropaR Bd. 5, Rn. 805; *ders./Distelrath*, NVwZ 2010, 162, 165; *König/Kleinlein*, in: Schulze/Janssen/Kadelbach (Hrsg.), Europarecht, § 2 Rn. 37; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 449, 454.

⁷⁹⁰ S.a. *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 40 MiFIR Rn. 39.

⁷⁹¹ *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 435; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 455; *Ilgner*, Durchführung der Rechtsakte des europ. Gesetzgebers, S. 272 f.; DÖV 2010, 58, 64.

⁷⁹² Vgl. schon zu Art. 173 II EWG EuGH, Urt. v. 13.05.1971, verb. RS C-41-44/70, Slg. 1971, 411, Rn. 23/29; vgl. zu Art. 263 IV AEUV etwa EuG, Beschl. v. 06.09.2011, Rs. T-18/10, Slg. 2011, II-05599, Rn. 71 - *Inuit Tapiriit Kanatami*; *Cremer*, in Cal-

rungsmaßnahmen nach sich ziehen“ schließt gegenüber Art. 263 IV Alt. 2 AEUV allerdings gerade den Fall aus, dass es noch eines exekutiven Vollzugaktes bedarf, bei dem es sich um eine zwingende Entscheidung ohne Ermessen handelt.⁷⁹³ Die Pflicht, das Eigenkapital zu erhöhen, ergibt sich unmittelbar aus der Festlegung des anti-zyklischen Kapitalpuffers. Diese bedarf keiner weiteren Umsetzung durch die EZB oder die BaFin. Das Verbot bzw. die Beschränkung, ein Finanzprodukt oder eine Finanztätigkeit anzubieten, folgt aus dem Beschluss der ESA, ohne dass es noch eines Umsetzungsaktes ihrerseits oder der BaFin bedürfte. Sie ziehen keine Durchführungsmaßnahmen nach sich und betreffen damit alle Personen, für die sie gelten, unmittelbar.⁷⁹⁴

Mithin sind Institute, Anbieter von Finanzprodukten bzw. -tätigkeiten⁷⁹⁵ und auch deren Kunden nach Art. 263 IV Alt. 3 AEUV klageberechtigt.

3. Klagefrist und Bestandskraftproblematik

Rechtsschutzprobleme könnten sich allerdings - analog zum deutschen Verwaltungsprozess - mit Blick auf die Klagefrist ergeben.

liess/Ruffert, EUV/AEUV, Art. 263 AEUV Rn. 36 m.w.N. aus der Rspr.; *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 453 ff., 520 ff.; *Frenz*, Hdb. EuropaR Bd. 5, Rn. 2911 f., 2937 ff.; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 454 ff.; s.a. *Glos/Benzing*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Hdb. BankenaufsichtsR, § 2 Rn. 268; s.a. *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 487, 501 f.

⁷⁹³ *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 453 ff., 520 ff.; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 454 ff.; *Frenz*, Hdb. EuropaR Bd. 5, Rn. 2911 f., 2937 ff.; *ders./Distelrath*, NVwZ 2010, 162, 165; *Cremer*, in: Calliess/Ruffert, EUV/AEUV, Art. 263 AEUV Rn. 36, 74; s.a. *Wörner*, Weiche Verhaltenssteuerungsformen, S. 487, 501 f.

⁷⁹⁴ Vgl. *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 40 MiFIR Rn. 39.

⁷⁹⁵ Zumindest für Anbieter von Finanzinstrumenten auch *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, Art. 40 MiFIR Rn. 39.

Art. 263 VI AEUV sieht für die Erhebung der Nichtigkeitsklage zunächst unabhängig von der Handlungsform eine Frist von zwei Monaten vor. Die Frist beginnt mit der Bekanntgabe, wobei allerdings deren Form und in der Folge auch Fristbeginn und -ende von der Handlungsform abhängen. Während die Frist bei einem adressatengerichteten Beschluss mit seiner individuellen Bekanntgabe beginnt, beginnt sie beim adressatenlosen Beschluss, aber auch bei einer Verordnung, mit der Veröffentlichung (vgl. Art. 263 VI HS. 2, 297 II UA 2 u. 3 AEUV).⁷⁹⁶ Nach Ablauf der Klagefrist kann eine Maßnahme nicht mehr angefochten werden und erwächst damit in Bestandskraft.⁷⁹⁷ Im Unionsrecht sind daher im Unterschied zum deutschen Prozessrecht alle Handlungsformen - Einzelfallentscheidungen wie Rechtsnormen - der Bestandskraft fähig.⁷⁹⁸ Für Betroffene besteht damit gegenüber allen Handlungsformen nicht nur eine Anfechtungsmöglichkeit, sondern als Kehrseite auch eine Anfechtungslast.⁷⁹⁹

a. Keine Anfechtungsmöglichkeit künftig Betroffener

Die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers wird im Amtsblatt, eine Produktintervention der ESAs zusätzlich auf ihrer Homepage öffentlich bekanntgegeben (s.o. E.II.2.b., III.2.). Mit der öffent-

⁷⁹⁶ Vgl. ausführlicher *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 529, 531, 533; s.a. *Dörr*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 263 AEUV Rn. 119, 122.

⁷⁹⁷ St. Rspr. bereits zu Art. 173 EWG-Vertrag EuGH, Urt. v. 09.03.1994, Rs. C-188/92, Slg. 1994, I-00833, Rn. 13 - *Deggendorf*; *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 183, 537; *Lange*, in: Leible/Terhechte (Hrsg.), EnzEuR Bd. 3, § 31 Rn. 54; *Dörr*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 263 AEUV Rn. 139.

⁷⁹⁸ *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 422 f.; *Lange*, in: Leible/Terhechte (Hrsg.), EnzEuR Bd. 3, § 31 Rn. 54; *Gundel*, in: Schulze/Janssen/Kadelbach (Hrsg.), Europarecht, § 3 Rn. 77; noch zu Art. 230 V EGV *Vogt*, EuR 2004, 618, 619 f.

⁷⁹⁹ Schon zu Art. 230 EGV *Bast*, in: Bogdandy/Bast (Hrsg.), Europ. VerfassungsR, S. 518; *Vogt*, EuR 2004, 618, 623.

lichen Bekanntgabe beginnt die Anfechtungsfrist für alle gegenwärtigen, aber auch künftig Betroffenen zu laufen. Art. 263 VI HS. 2 Alt. 3 AEUV, der einen späteren Fristbeginn erst bei tatsächlicher Kenntniserlangung vorsieht, greift für künftig Betroffene nicht, da er gegenüber den anderen beiden Alternativen subsidiär ist: „in Ermangelung dessen“. Nur wenn der Rechtsakt weder öffentlich noch dem Kläger individuell bekanntgegeben wurde, gelangt die dritte Alternative zur Anwendung.⁸⁰⁰ Zwei Monate nach der Veröffentlichung im Amtsblatt und ggf. auf der Internetseite der handelnden Stelle tritt damit Bestandskraft ein.⁸⁰¹ Wer erst danach betroffen wird, kann nicht mehr klagen. Künftigen Betroffenen ist der Rechtsschutz der Nichtigkeitsklage damit abgeschnitten.⁸⁰² Art. 277 AEUV sieht zwar eine fristungebundene Möglichkeit der inzidenten Überprüfung von Rechtsakten mit allgemeiner Geltung vor. Die Inzidentträge kommt allerdings nur im Rahmen eines anhängigen Rechtsbehelfs gegen eine auf Grundlage dieses Rechtsaktes ergangene Maßnahme in Betracht. Nur im Rahmen dessen kann dann die Unwirksamkeit der abstrakt-generellen Rechtsgrundlage geltend gemacht werden, wenn gegen diese selbst keine oder jedenfalls keine offensichtliche Klagemöglichkeit bestand.⁸⁰³ Produktintervention und

⁸⁰⁰ Schon zu Art. 173 V EGV EuGH, Urt. v. 10.03.1998, Rs. C-122/95, Slg. 1998, I-00973, Rn. 35; s.a. *Dörr*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 263 AEUV Rn. 124, 127.

⁸⁰¹ Allg. zu Fristbeginn und -berechnung im Einzelnen *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 179, 181 f., 530, 536 f.; auch dazu *Dörr*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 263 AEUV Rn. 121, 127, 128.

⁸⁰² Andeutungsweise *Dörr*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 263 AEUV Rn. 127; s. kritisch auch *Schwarze/Voet van Vormizeele*, in: *Schwarze/Becker/Hatje/Schoo* (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 263 AEUV Rn. 70.

⁸⁰³ Vgl. *Cremer*, in: *Calliess/Ruffert* (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 277 Rn. 2, 4 unter Berufung auf die von der Rechtsprechung i.R.v. Vertragsverletzungs- u. Vorabentscheidungsverfahren entwickelten Grundsätze der Bestandskraft, s. insb. EuGH, Urt. v. 09.03.1994, Rs. C-188/92, Slg. 1994 I-00833 Rn. 13 ff. - *Deggendorf*; für einen Ausschluss bei Klagemöglichkeit noch zu Art. 184 EWG-Vertrag aber EuGH, Urt. v. 06.03.1979, Rs. 92/78, Slg. 1979 -00777, Rn. 39 f.; s.a. *Schwarze/Voet van*

Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers ziehen schon keine Durchführungsmaßnahmen nach sich, gegen die Betroffene vorgehen könnten. Sie betreffen Institute, Anbieter und Kunden unmittelbar ohne Vollzugsakt. Gerade aus diesem Grund sind sie als Rechtsakte mit Ordnungscharakter nach Art. 263 IV Alt. 3 AEUV unzweifelhaft anfechtbar (s.o.). Die Möglichkeit einer Inzidentrüge besteht damit nicht.

b. Unbehilflichkeit der Möglichkeit, vor den nationalen Gerichten ein Vorabentscheidungsverfahren nach Art. 267 AEUV anzuregen

Auch die vom EuGH für unverbindliche Leitlinien der EBA, die nicht unmittelbar mit einer Nichtigkeitsklage nach Art. 263 AEUV angefochten werden können, gleichwohl angenommene Möglichkeit, im Rahmen eines mitgliedstaatlichen Rechtsbehelfs gegen eine Vollzugsmaßnahme der nationalen Aufsicht auf eine Überprüfung der Gültigkeit der Unionshandlung im Wege einer Vorabentscheidung gemäß Art. 267 AEUV hinzuwirken,⁸⁰⁴ erscheint für die vorliegend untersuchten Maßnahmen der europäischen Finanzaufsichtsbehörden in der Handlungsform des adressatenlosen Beschlusses unbehilflich. Soweit die untersuchten Maßnahmen der europäischen Finanzaufsichtsbehörden überhaupt vor den nationalen Verwaltungsgerichten angreifbare Folgemaßnahmen der BaFin nach sich ziehen, verlagert dies die beschriebene Bestandskraftproblematik lediglich zurück auf die Ebene des nationalen Prozessrechts. So

Vormizeele, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 277 AEUV Rn. 2, 5 f., die auch für Art. 277 AEUV einen Ausschluss bei Klagemöglichkeit vertreten; ebenso *Ehricke*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 277 Rn. 10; für einen weiteren Anwendungsbereich des Art. 241 EGV hingegen noch *Vogt*, EuR 2004, 618, 624 f, 634.

⁸⁰⁴ EuGH, Urteil vom 15.07.201 - C-911/19 -, juris Rn. 43 ff., 53 ff., 58 ff.; s.a. *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 83.

hat die BaFin etwa die inhaltlichen Beschränkungen der CFD-Beschlüsse der ESMA (s. 3. Teil B.IV.2.b.) mit ihrer Allgemeinverfügung vom 23.07.2019 (s. 3. Teil A.IV.2.c.) zwar abgebildet⁸⁰⁵, die auch noch nach Bestandskraft der ESMA-Beschlüsse eigenständig mit der Möglichkeit, eine Vorlage an den EuGH anzuregen, beim Verwaltungsgericht hätte angefochten werden können. Da aber die Allgemeinverfügung der BaFin ebenso wie die ESMA-Beschlüsse abstrakt-generell wirkt und öffentlich bekannt gegeben wurde (dazu 3. Teil A.IV.2.c. und B.IV.2.b.), steht einer Anfechtungsklage mit Vorlagemöglichkeit an den EuGH von erst nach Ablauf der Anfechtungsfrist Betroffenen dann auf nationaler Ebene wiederum die bereits eingetretene Bestandskraft der Maßnahme entgegen (dazu oben F.II.1.a.aa.).

c. Kompensation der fehlenden Anfechtungsmöglichkeit

Allerdings besteht - dem deutschen Verwaltungsprozess vergleichbar - auch im Unionsrecht neben der Möglichkeit der Wiedereinsetzung in den vorherigen Stand bei unverschuldeter Fristversäumnis (vgl. Art. 45 II EuGH-Satzung) die Möglichkeit, die Organe der EU - wie die EZB - und ihre Einrichtungen - wie die ESAs - mit einer Untätigkeitsklage nach Art. 265 I, III AEUV zum Tätigwerden,

⁸⁰⁵ BaFin, Allgemeinverfügung v. 23.07.2019 bzgl. sog. Differenzgeschäfte („Contracts for Difference/CFD“), VBS 7-Wp 5427-2018/0057, A. IV., B., abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190801_allgvfg_Differenzgeschaefte.html, zuletzt 03.07.2024; OPINION OF THE EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY of 30 July 2019 on the product intervention measures relating to contracts for differences proposed by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht of Germany, ESMA35-43-1986, 1. (7), abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-35-43-1986-esma_opinion_under_article_432_mifir_de_cfd.pdf, zuletzt 03.07.2024; s. hierzu auch *Gurlit*, WM 2020, 105, 112.

also auch zur Aufhebung einer Produktintervention bzw. der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers, zu verpflichten.

aa. Eingeschränkte Möglichkeit der Wiedereinsetzung in die Klagefrist des Art. 263 VI AEUV

Als Wiedereinsetzungsgründe kommen nur „Zufall“, „höhere Gewalt“ und der ungeschriebene Grund des „entschuldbaren Irrtums“ in Betracht. „Zufall“ ist anzunehmen, wenn die Versäumnis selbst bei Einhaltung der gebotenen Sorgfalt unvermeidbar war. „Höhere Gewalt“ ist gegeben, wenn sachfremde Umstände die Fristwahrung unmöglich gemacht haben. Ein „entschuldbarer Irrtum“ liegt vor, wenn die beklagte Stelle durch widersprüchliches Verhalten verständliche Verwirrung verursacht und dadurch von der fristgerechten Einlegung des Rechtsbehelfs abgehalten hat.⁸⁰⁶ Auf den Fall der nachträglichen Betroffenheit passt unmittelbar keiner der drei Wiedereinsetzungsgründe. Insoweit könnte dem Rechtsschutzbedürfnis künftiger Adressaten und dem Gebot effektiven Rechtsschutzes (s.o. F.I.) allenfalls durch eine erweiternde Auslegung Rechnung getragen werden. In seiner bisherigen Rechtsprechung neigt der EuGH allerdings zu einer restriktiven Handhabung der Wiedereinsetzung.⁸⁰⁷

bb. Möglichkeit einer Untätigkeitsklage nach Art. 265 I, III AEUV

Klageberechtigt sind im Rahmen einer Untätigkeitsklage nach Art. 265 III AEUV auch natürliche und juristische Personen. Sie kön-

⁸⁰⁶ Siehe EuGH, Urt. v. 12.07.1984, Rs. 209/83, Slg. 1984-03089, Rn. 21 zur höheren Gewalt; EuGH, Urt. v. 23.11.1995, Rs. C-285/93, Slg. 1995 I-04069, Rn. 27 zum entschuldbaren Irrtum; vgl. insg. Zur Wiedereinsetzung *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 184 f.; *Dörr*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 263 AEUV Rn. 135 f.

⁸⁰⁷ *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 536.

nen mit der Untätigkeitsklage geltend machen, dass es die Europäische Zentralbank oder eine Einrichtung der EU unter Verletzung der Verträge unterlassen hat, einen anderen Akt als eine Empfehlung oder Stellungnahme an sie zu richten. Danach können sie die Pflicht zum Erlass *rechtsverbindlicher* Handlungen einklagen.⁸⁰⁸ Da Art. 265 III AEUV zudem auf adressatengerichtete Rechtsakte beschränkt ist („an sie zu richten“),⁸⁰⁹ kommt aber nur eine Verpflichtung zur Aufhebung gegenüber dem jeweiligen Kläger in Betracht, so dass dieser Adressat⁸¹⁰ der Aufhebung ist, nicht aber eine wie die Produktintervention und Kapitalpufferfestlegung gleichfalls allgemeingültige⁸¹¹ Aufhebung. Insoweit dürfte es allerdings genügen, wenn der Kläger die Adressierung des begehrten Rechtsaktes an sich geltend macht.⁸¹² Begründet ist die Untätigkeitsklage, wenn nach den Verträgen eine Handlungspflicht besteht, den begehrten Rechtsakt zu

⁸⁰⁸ Siehe zur Untätigkeitsklage natürlicher und juristischer Personen *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 588 f., 618; *Schwarze/Voet van Vormizeele*, in: *Schwarze/Becker/Hatje/Schoo* (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 265 AEUV Rn. 7, 14; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 438.

⁸⁰⁹ Zu dieser Einschränkung der Untätigkeitsklage natürlicher und juristischer Personen *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 619; *Dörr*, in: *Grabitz/Hilf/Nettesheim* (Hrsg.), Recht der EU, Art. 265 AEUV Rn. 17; *Schwarze/Voet van Vormizeele*, in: *Schwarze/Becker/Hatje/Schoo* (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 265 AEUV Rn. 15 f.; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 439.

⁸¹⁰ Vgl. EuGH, Beschl. v. 05.09.2013, Rs. C-64/13 P, ECLI:EU:C:2013:557, Rn. 15; schon zu Art. 175 III EWG-Vertrag EuGH, Beschl. v. 30.03.1990, Rs. C-371/89, Slg. 1990, I-1555, Rn. 5; Beschl. v. 23.03.1990, Rs. C-72/90, Slg. 1990, I-02181, Rn. 10; *Glaser*, Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre, S. 439.

⁸¹¹ Anzeichen für eine Art. 263 IV Alt. 3 AEUV entsprechende Erstreckung des Art. 265 III AEUV auf die Pflicht, bei unmittelbarer Betroffenheit sogar einen unterlassenen Rechtsakt mit Verordnungscharakter zu erlassen, sieht aber *Dörr*, in: *Grabitz/Hilf/Nettesheim* (Hrsg.), Recht der EU, Art. 265 AEUV Rn. 19 unter Verweis u.a. auf EuGH, Beschl. v. 28.02.2013, Rs. C-235/12 P, ECLI:EU:C:2013:132, Rn. 12: „Akte [...], deren Adressat sie sein können oder die sie entweder unmittelbar oder gegebenenfalls unmittelbar und individuell betreffen“.

⁸¹² Vgl. *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 621; s. - allerdings noch zum EGV - auch zur Form der Aufhebung und insb. der Möglichkeit der beschränkten Aufhebung eines allgemeingültigen Rechtsaktes durch einen adressatengerichteten Aufhebungsakt, *Haratsch*, EuR 1998, 387, 407 ff., 413 f.

erlassen. Es genügt die objektive Handlungspflicht; einen Anspruch i.S.e. subjektiv-öffentlichen Rechts bedarf es anders als im deutschen Verwaltungsprozessrecht nicht. Die Handlungspflicht gegenüber dem Kläger kann sich sowohl aus dem Primärrecht einschließlich ungeschriebener Rechtsgrundsätze als auch aus dem Sekundärrecht ergeben.⁸¹³

Artt. 40, 41 MiFIR, 16 PRIIP sehen anders als Artt. 42 VI MiFIR, 17 VI PRIIP zwar keine Widerrufspflicht vor. Für Beschlüsse der ESAs sehen die Artt. 40 VI, 41 VI MiFIR und Art. 16 VI PRIIP i.V.m. Art. 9 V UA 2 EIOPA-VO lediglich eine regelmäßige Überprüfung mindestens alle sechs bzw. drei Monate vor (vgl. bereits 3. Teil B.IV.2.a.) und ein automatisches Außerkrafttreten, wenn die Produktintervention nicht verlängert wird. Wie für die BaFin gilt auch für die EZB nach Art. 5 II SSM-VO, Art. 136 III 1 CRD IV, § 10d III 3 KWG allenfalls die Pflicht zur vierteljährlichen Bewertung und Anpassung des festgelegten antizyklischen Kapitalpuffers. Aus der Überprüfungs- bzw. Bewertungs- und Anpassungspflicht könnte bei großzügiger Interpretation die Pflicht hergeleitet werden, eine anfänglich rechtmäßige Produktintervention bzw. Kapitalpufferfestlegung wegen nachträglicher veränderter Umstände abzuändern und insoweit aufzuheben. Die Annahme einer über die Prüfung neuer Umstände hinausgehenden Pflicht auch zur turnusmäßigen Überprüfung der anfänglichen Rechtmäßigkeit und eine daraus folgende Aufhebungspflicht bei anfänglicher Rechtswidrigkeit überspannt den Wortlaut hingegen.

Im Unionsrecht existiert auch keine § 48 VwVfG vergleichbare allgemeine Regelung für die Aufhebung rechtswidriger Maßnahmen

⁸¹³ Zur Begründetheit der Untätigkeitsklage *Nowak*, in: Terhechte (Hrsg.), VerwaltungsR der EU, § 11 Rn. 40; *Pechstein*, EU-Prozessrecht, Rn. 657, 659; *Schwarze/Voet van Vormizeele*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 265 AEUV Rn. 29.

der EU-Verwaltung. Es entspricht aber einem allgemeinen Rechtsgrundsatz i.S.d. Art. 6 III EUV, dass rechtswidrige belastende Maßnahmen aufhebbar sind. Greifen sie in individuelle Rechte ein, so fordert die Gesetzmäßigkeit der Verwaltung sogar ihre Aufhebung.⁸¹⁴ Mithin besteht auch noch nach Bestandskraft eine unionsrechtliche Pflicht zur Aufhebung einer rechtswidrigen Produktintervention und Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers. Diese können künftig Betroffene mit der Untätigkeitsklage nach Art. 265 I, III AEUV einklagen.

Mithin werden die Betroffenen nicht rechtsschutzlos gestellt. Allerdings ergeht auf die Untätigkeitsklage im Unterschied zur Nichtigkeitklage kein Gestaltungsurteil, mit dem die unionsrechtswidrige Maßnahme aufgehoben wird. Es wird lediglich die Pflicht festgestellt, die unterlassene Maßnahme zu ergreifen (vgl. Art. 266 I AEUV).⁸¹⁵ Auch beim Handeln in Form einer delegierten Verordnung bestünde im Übrigen aber keine andere - etwa der Feststellungsklage der VwGO vergleichbare - Rechtsschutzmöglichkeit. Sie würde ebenso zwei Monate nach ihrer öffentlichen Bekanntgabe - auch mit Wirkung gegenüber künftig Betroffenen - in Bestandskraft erwachsen (vgl. Art. 263 VI HS. 2, 297 II UA 2 AEUV).⁸¹⁶

⁸¹⁴ Siehe früh bereits zur Aufhebung sogar rechtswidriger begünstigender Rechtsakte EuGH, Urt. v. 10.07.1957, verb. Rs. 7/56. 3-7/57, Slg. 1957, 85; Urt. v. 03.03.1982, Rs. C-14/81, Slg. 1982 -00749, Rn. 10 m.w.N.; vgl. auch zur Aufhebung von Normativakten EuGH, Urt. v. 20.06.1991, Rs. C-365/89, Slg. 1991, I-3045, Rn. 17 f.; zur Aufhebung belastender Rechtsakte unter Geltung des AEUV *Sachs*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs* (Hrsg.), *VwVfG*, § 48 Rn. 267, 269; *Glaser*, *Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre*, S. 429; s. auch noch zum EGV ausführlich *Haratsch*, *EuR* 1998, 387, 388 ff., 397; *Erichsen/Buchwald*, *JURA* 1995, 84 ff., 86.

⁸¹⁵ *Nowak*, in: *Terhechte* (Hrsg.), *VerwaltungsR der EU*, § 11 Rn. 41, 27; *Pechstein*, *EU-Prozessrecht*, Rn. 573, 666; *Dörr*, in: *Grabitz/Hilf/Nettesheim* (Hrsg.), *Recht der EU*, Art. 265 AEUV Rn. 2, 43 ff.

⁸¹⁶ Vgl. *Lange*, in: *Leible/Terhechte* (Hrsg.), *EnzEuR Bd. 3*, § 31 Rn. 54; *Glaser*, *Europ. VerwR aus Perspektive der Handlungsformenlehre*, S. 423; *Gundel*, in: *Schulze/Janssen/Kadelbach* (Hrsg.), *Europarecht*, § 3 Rn. 77.

4. Zwischenergebnis

Für den Rechtsschutz im Unionsrecht kommt es auf die Abgrenzung konkret-individueller und abstrakt-genereller Handlungsformen an, weil die Klageberechtigung nach dem spezifischen Wirkungsmodus differenziert. Da es nach Art. 263 IV Alt. 3 AEUV und der Rechtsprechung des EuGHs aber nicht auf das Handeln in der äußeren Form der delegierten Verordnung ankommt, wirkt sich die Wahl des adressatenlosen Beschlusses für eine abstrakt-generelle Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers durch die EZB sowie für die abstrakt-generelle Produktintervention der ESAs anstelle einer delegierten Verordnung nicht nachteilig auf die Klageberechtigung aus.

Künftigen Adressaten ist zwar gegen abstrakt-generelle Produktinterventionen und Kapitalpufferfestlegungen die Nichtigkeitsklage abgeschnitten, sie werden aber nicht rechtsschutzlos gestellt. Die Bestandskraftproblematik würde sich zudem bei einem Handeln in Form der delegierten Verordnung gleichermaßen stellen. Mithin bewirkt die Wahl des adressatenlosen Beschlusses insgesamt keine Rechtsschutzverkürzung gegenüber einem Handeln in Form einer delegierten Verordnung und stellt sich insoweit nicht als unzulässiger Formenfehlgebrauch dar (s.o. C.).

Wie für das deutsche Prozessrecht kann aber erwogen werden, den Rechtsschutz künftig Betroffener durch einen Fristbeginn mit Betroffenwerden dem Rechtsschutz anfänglich Betroffener anzugleichen. Da die Bestandskraftproblematik maßgeblich aus dem Zusammenwirken von offenem Adressatenkreis und öffentlicher Bekanntgabe resultiert, könnte der Reformvorschlag auch für konkret-generelle adressatenlose Beschlüsse und abstrakt-generelle delegierte Verordnungen verallgemeinert werden. Insoweit kommt

eine der bereits bestehenden, aber de lege lata subsidiären dritten Alternative des Art. 263 VI AEUV ähnliche Regelung in Betracht.⁸¹⁷

G. Ergebnis

Die Einkleidung einer Maßnahme in eine Form, die nicht ihrem Wesen entspricht, stellt sich als unzulässiger Formenfehlgebrauch dar, wenn sie eine Abweichung von Kompetenzzuweisung, Verfahren oder Rechtsschutzmöglichkeiten, die an die Handlungsform anknüpfen, bewirkt und das von diesen gewährleistete demokratische und rechtsstaatliche Legitimationsniveau verkürzt (s.o. C.).

Weder das GG noch die Unionsverträge räumen der Finanzaufsicht eine Normsetzungskompetenz ein. Normsetzung ist sowohl im Gewaltengefüge des GG als auch im institutionellen Gleichgewicht der EU Aufgabe des demokratisch legitimierten Gesetzgebers. Nur unter besonderen Voraussetzungen ist die Delegation von Normsetzungsbefugnissen auf die Verwaltung vorgesehen. Die Finanzaufsichtsbehörden zählen dabei nicht zu den potenziellen (Erst-)Delegataren. Die Wahl der äußeren Form der Allgemeinverfügung bzw. des adressatenlosen Beschlusses für abstrakt-generelle Produktinterventionen und die abstrakt-generelle Festlegung des anti-zyklischen Kapitalpuffers ist vor dem Gewaltenteilungsgrundsatz bzw. dem Grundsatz des institutionellen Gleichgewichtes und ins-

⁸¹⁷ Unter Rechtsschutzgesichtspunkten hat auch der EuGH schon zu Art. 230 AEUV jedenfalls für die Nichtigkeitsklage eines neu beigetretenen Mitgliedstaats gegen eine Verordnung einen Fristbeginn erst mit dessen Betroffensein infolge des Beitritts angenommen, da die Frist infolge der öffentlichen Bekanntgabe andernfalls bereits abgelaufen und der Mitgliedstaat um seine Klagemöglichkeit gebracht wäre, EuGH, Urt. v. 26.06.2012, Rs. C-335/09 P, ECLI:EU:2012:385, Rn. 46 ff., 51; auch dazu *Dörr*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 263 AEUV Rn. 127, 138; s.a. *Schwarze/Voet van Vormizeele*, in: *Schwarze/Becker/Hatje/Schoo* (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 263 AEUV, Rn. 70, die eine Lösung der Bestandkraftproblematik durch die Rechtsprechung abwarten wollen.

besondere dem Demokratieprinzip daher nur hinnehmbar, wenn wenigstens die Voraussetzungen für eine vom GG bzw. den EU-Verträgen vorgesehene Delegation gewahrt sind, die eine hinreichende Vorsteuerung und demokratische Legitimation durch den Gesetzgeber sicherstellen (s. D.I.2., II.2., II.3., III.).

Die Voraussetzungen, die Art. 80 GG an die administrative Normsetzung nationaler Verwaltungsbehörden stellen, können unter Zugrundelegung des hier vertretenen Verständnisses, nach dem auch die unionsrechtlichen Vorgaben zu berücksichtigen sind (s. E.I.), als gewahrt angesehen werden (s. E.I.1.a., b. und 3.). Auch die Vorgaben, die Art. 290 AEUV an die delegierte Rechtsetzung stellt, sind - bei bloß entsprechender Anwendung von Art. 290 I AEUV (s. E.II.2.a., III.2.) - bei der Produktinterventionsbefugnis der ESAs (E.II.1.) und der Kapitalpufferfestlegungsbefugnis der EZB (E.III.1.) ebenfalls hinreichend erfüllt. Für ein Mehr an demokratischer Legitimation administrativer Normsetzung kann aber die Festschreibung einer Beteiligung der Öffentlichkeit erwogen werden, die von den Finanzaufsichtsbehörden faktisch bereits praktiziert wird (s. E.I.2., 2.a., 3., II.2.a., 3., III.2. und IV.).

Gegen die in die Form der Allgemeinverfügung und des adressatenlosen Beschlusses eingekleideten normativen Maßnahmen von BaFin, ESAs und EZB ist zwar hinreichender - wenn auch nicht optimaler - Rechtsschutz gewährleistet. Mit Blick auf künftige Adressaten besteht aber zumindest eine Reformoption, die auch für bestandskraftfähige öffentlich bekanntzugebenden Handlungsformen mit offenem Adressatenkreis - Allgemeinverfügung, adressatenloser Beschluss, delegierte Verordnung - im Allgemeinen fruchtbar gemacht werden könnte (s. F.II.1. und 3. sowie III.3. und 4.).

Den angesprochenen Reformoptionen soll im folgenden Schlussteil nachgegangen werden.

5. Teil: Reformpotenziale bei normativen Maßnahmen in der Finanzaufsicht und im Allgemeinen

A. Ausstattung der deutschen und europäischen Finanzaufsichtsbehörden mit Normsetzungsbefugnissen

Um sowohl dem Bedürfnis nach abstrakt-generellem Handeln der Finanzaufsichtsbehörden als auch dem nach demokratischer und rechtsstaatlicher Legitimation normativen Verwaltungshandelns *adäquater* (s.o. Einführung B.II.) Rechnung zu tragen, könnte zunächst erwogen werden, die Finanzaufsichtsbehörden mit einer allgemeinen Normsetzungsbefugnis oder jedenfalls speziellen Normsetzungsbefugnissen etwa für die untersuchten abstrakt-generellen Produktinterventionen und die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers auszustatten. Sowohl der BaFin als auch den ESAs und der EZB könnte die Befugnis zum Erlass von Rechtsverordnungen bzw. Verordnungen zur Wahrnehmung ihrer Aufsichtsaufgaben eingeräumt werden. Der Vergleich zur US-amerikanischen und britischen Rechtsordnung zeigt, dass eine *rule-making-power* von Finanzaufsichtsbehörden nicht unüblich ist. Sowohl die amerikanische Finanzaufsicht - die Securities and Exchange Commission (SEC) - als auch die britische - die Financial Conduct Authority (FCA) und die Prudential Regulation Authority (PRA)⁸¹⁸ - verfügen über eine solche Befugnis.⁸¹⁹

⁸¹⁸ Die FCA ist die Nachfolgebehörde der Financial Service Authority (FSA), s. Sec. 1A (1) Financial Service and Markets Act (FSMA). Die FSA war noch als Allfinanzaufsichtsbehörde ausgestaltet, vgl. *Binder*, WM 2001, 2230, 2232. Die FCA ist hingegen speziell für den Kundenschutz zuständig (vgl. Sec. 1C. FSMA), während die Bank of England als PRA für die Aufsicht über Banken, Versicherungen und Investmentfonds zuständig ist (s. Sec. 2A. (1), 2C., 2D. FSMA).

⁸¹⁹ *Walla*, Die Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Deutschland, 2012, S. 153; *Halfpap*, Kapitalmarktaufsicht in Europa und den USA, 2007, S. 205 f.

I. Die *rule-making-power* von SEC sowie FCA und PRA

Auch im US-amerikanischen Rechtssystem ist die Normsetzung zunächst dem vom Volk gewählten Kongress übertragen (Art. I sec. 1 U.S. Constitution). Der Kongress kann Normsetzungsbefugnisse aber auf die Administrative delegieren. Die Grenzen der Delegation sind dabei weiter gezogen als nach Art. 80 GG oder Art. 290 AEUV. Der Kongress soll zwar grundlegende politische Entscheidungen selbst treffen. Er kann seine Normsetzungsbefugnis aber auf - auch unabhängige - Verwaltungsbehörden delegieren, wenn die gesetzliche Ermächtigung nur ein Minimum an Bestimmtheit bezüglich Inhalt und Zweck der delegierten Normsetzungsbefugnis der Verwaltung vorweisen kann.⁸²⁰ Der SEC im Speziellen sind in verschiedenen Bundesgesetzen - insbesondere dem Securities Act (SA) und dem Securities and Exchange Act (SEA) - vom Kongress Befugnisse übertragen, Vorschriften mit Gesetzeskraft zu erlassen (sog. *substantive rules*). Zum Teil sind der SEC inhaltlich spezifizierte Normsetzungsbefugnisse eingeräumt (*specific rule-making-power*), etwa die Festlegung von Positionslimits für security-based swaps (Sec. 10B SEA). Ihr steht daneben aber auch ein allgemeines Normsetzungsrecht zu (*general rule-making-power*). Sec. 19 (a) SA und Sec. 23 (a) (1) SEA ermächtigen sie immer dann *rules* zu erlassen, wenn dies zur Durchführung und Durchsetzung der gesetzlichen Regelungen notwendig ist.⁸²¹

⁸²⁰ Siehe - auch zur Entwicklung der Delegationsmöglichkeit in den USA - jew. m.w.N. *Orlowski*, DÖV 2005, 133, 136 f.; *Pünder*, ZG 1998, 242, 244 f.; ausführlicher *ders.*, Exekutive Normsetzung in den Vereinigten Staaten von Amerika und der Bundesrepublik Deutschland, 1995, S. 40 ff.; *Halfpap*, BKR 2009, 65, 70; *Walla*, Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Dtlid., S. 160; *Möllers*, Gewaltengliederung, S. 182 f.

⁸²¹ Zu den *rule-making-powers* der SEC *Halfpap*, BKR 2009, 65, 69 f.; *ders.*, Kapitalmarktaufsicht, S. 128 f.; *Walla*, Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Dtlid., S. 161.

Auch in der britischen Rechtsordnung obliegt die Gesetzgebung im Ausgangspunkt dem Parlament als oberstem Staatsorgan (*parliamentary sovereignty*). In ihm ist das Volk vertreten, auf dessen Willen sich Hoheitsakte zurückführen lassen müssen.⁸²² Dem britischen Parlament steht es allerdings frei, seine *legislative power* auf Verwaltungsbehörden zu übertragen. Eine - etwa Art. 80 GG oder Art. 290 AEUV vergleichbare - Beschränkung der Delegation von Normsetzungsbefugnissen auf die Administrative existiert im britischen Recht nicht.⁸²³ Dementsprechend ist auch FCA und PRA neben speziellen Ermächtigungen (Sec. 137O. ff. Financial Services and Markets Act, FSMA) eine *general rule-making-power* zugewiesen (Sec. 137A. ff., 137 G ff. FSMA), die sie ermächtigen, für alle ihrer Aufsicht unterstehenden Personen (*authorised persons*, Sec. 31 FSMA) abstrakt-generelle *rules* zu erlassen, wenn immer sie dies zur Erreichung eines Ziels der Finanzaufsicht - wie der Finanzstabilität (Sec. 2B (2) (a) FSMA) oder dem Kundenschutz (Sec. 1C FSMA)⁸²⁴ - für notwendig halten.⁸²⁵ Darunter können etwa allgemeine Vorgaben hinsichtlich der Kapitalausstattung fallen.⁸²⁶ Sec. 137D FSMA sieht gerade auch Produktinterventionen von der *general rule-making-power* der FCA umfasst.

⁸²² *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 25, 35 f.

⁸²³ *Halfpap*, BKR 2009, 65, 71; *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 36.

⁸²⁴ Sec. 1C FSMA spricht von *consumer protection*. Unter *consumer* versteht Sec. 1G FSMA aber nicht nur Verbraucher, sondern jede Person, die von der Finanzaufsicht umfasste Finanzdienstleistungen in Anspruch nimmt.

⁸²⁵ Vgl. noch zur *general* und *specific rule-making-power* der FSA *Halfpap*, BKR 2009, 65, 66 ff.; *ders.*, Kapitalmarktaufsicht, S. 81, 82; *Walla*, Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Dtlid., S. 154 f.; *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 37.

⁸²⁶ Noch zur *general rule-making-power* der FSA *Halfpap*, Kapitalmarktaufsicht, S. 81.

II. Das Erfordernis einer Grundgesetz- und Vertragsänderung zur Schaffung einer allgemeinen Normsetzungsbefugnis

Nationaler und europäischer Gesetzgeber können hingegen BaFin, ESAs und EZB nicht einfach in KWG, WpHG, ESA-VOen und SSM-VO eine der SEC, FCA und PRA vergleichbare allgemeine rule-making-power einräumen. Dem stehen Art. 80 GG⁸²⁷ bzw. Art. 290 AEUV entgegen, die die Finanzaufsichtsbehörden nicht als (Erst-)Delegatäre delegierter Normsetzung vorsehen (s.a. 4. Teil D.I.1., II.1.). Die Ermächtigung zum Erlass von Rechtsverordnungen bzw. Verordnungen durch nationale und unionale Finanzaufsichtsbehörden würde eine Änderung des GG bzw. des AEUV voraussetzen. Diese steht dem einfachen Gesetzgeber nicht zu, sondern nur dem verfassungsändernden Gesetzgeber (Art. 79 II GG) bzw. den Mitgliedstaaten der EU (Art. 48 IV UA 2 EUV). Zur Änderung des Art. 80 GG bedürfte es der Zustimmung von zwei Dritteln der Mitglieder des Bundestages und der Stimmen des Bundesrates. Zur Änderung des Art. 290 AEUV bedürfte es der Zustimmung aller Mitgliedstaaten der EU. Zudem dürften sich auch der verfassungsändernde Gesetzgeber und die Mitgliedstaaten der EU nicht über die hinter Art. 80 GG und Art. 290 AEUV stehenden Verfassungsprinzipien der Gewaltenteilung respektive des institutionellen Gleichgewichts und das Gebot demokratischer Legitimation hinwegsetzen.⁸²⁸ Möglich

⁸²⁷ Mit Blick auch Art. 80 GG und die BaFin *Halfpap*, BKR 2009, 65, 71, 72; *ders.*, Kapitalmarktaufsicht, S. 206, 208; *Walla*, Kapitalmarktaufsicht in Dtl., S. 249; s.a. *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 96; allgemeiner *Pünder*, Exekutive Normsetzung, S. 86.

⁸²⁸ Zu den Grenzen einer Änderung des GG *Sachs*, in: *Sachs* (Hrsg.), GG, Art. 79 Rn. 21 ff., 26 ff., 71, 74; *Dreier*, in: *Dreier* (Hrsg.), GG, Bd. II, 3. Aufl. 2015, Art. 79 II Rn. 19 ff., Art. 79 III Rn. 37, 49 f.; s.a. *Halfpap*, BKR 2009, 65, 71; zur Vertragsänderung nach Art. 48 EUV *Cremer*, in: *Calliess/Ruffert* (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 48 AEUV Rn. 4 ff.; *Herrnfeld*, in: *Schwarze/Becker/Hatje/Schoo* (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 48 EUV Rn. 4 ff., 7, 16 f.; gegen die Übernahme der nahezu un-

erscheint vor diesem Hintergrund nur die Aufnahme von BaFin, ESAs und EZB als Erstdelegatäre für die delegierte administrative Normsetzung in Art. 80 I GG bzw. Art. 290 I AEUV. Der Umstand, dass es dazu für die nationale Ebene einer qualifizierten Mehrheit und für die unionale Ebene der Zustimmung aller Mitgliedstaaten bedürfte, erschwert allerdings die praktische Umsetzbarkeit eines entsprechenden Reformansatzes.

III. Die Möglichkeit vorweggenommener Subdelegationen zur Schaffung spezieller Normsetzungsbefugnisse

Eine andere Möglichkeit, die im Energiewirtschaftsrecht diskutiert wird, könnten sogenannte vorweggenommene Subdelegationen darstellen (siehe auch schon 4. Teil D.I.2.c.): Hierbei soll zwar im Ausgangspunkt einer der in Art. 80 I 1 GG genannten Erstdelegatäre zum Verordnungserlass und zur Subdelegation der Verordnungsermächtigung ermächtigt werden, das Ob und Wie der Subdelegation soll aber nicht seinem Ermessen überlassen bleiben; vielmehr wird - damit nicht ungewiss bleibt, ob der Erstdelegatar von seiner bloßen Ermächtigung zur Subdelegation auch Gebrauch macht - die Subdelegation an eine bestimmte Behörde bereits im Rahmen der Verordnungsermächtigung vom Gesetzgeber verpflichtend angeordnet.⁸²⁹ In casu würde dies bedeuten, dass der einfache Gesetzgeber formal zwar das Bundesfinanzministerium als Erstdelegatar zum Erlass von Rechtsverordnungen etwa zur Festlegung des antizyklischen

begrenzten Delegationsmöglichkeit des US-amerikanischen Rechts *Pünder*, ZG 1998, 242, 245 ff.; ebenso *Halfpap*, BKR 2009, 65, 72; *ders.*, Kapitalmarktaufsicht, S. 208; siehe mit einem Vorschlag für eine Ausweitung der Normsetzungsbefugnis der BaFin *de lege ferenda* hingegen *Walla*, Kapitalmarktaufsicht in Dtlid., S. 205, 252 ff., 256 ff.

⁸²⁹ Vgl. hierzu aus dem Energiewirtschaftsrecht etwa: *Ludwigs*, EnWZ 2019, 160, 161 f.; zuvor bereits *Britz*, EuZW 2004, 462, 463 f.; s.a. *Meinzenbach/Klein/Uwer*, N&R 2021, 1, 9.

schen Kapitalpuffers und zu Produktinterventionen ermächtigen würde, dieses aber, um sicherzustellen, dass dem Bedürfnis nach spezifischem Fachwissen und den unionsrechtlichen Vorgaben entsprechend (vgl. bereits 4. Teil D.I.2.c.) im Ergebnis die Finanzaufsichtsbehörde zum Handeln ermächtigt wird, zugleich verpflichtet, die Verordnungsermächtigung an die BaFin zu subdelegieren.

Da Art. 80 GG allerdings bestimmte Erstdelegatäre abschließend aufzählt und ausdrücklich nur die Ermächtigung, nicht aber die Verpflichtung der Erstdelegatäre zur Subdelegation vorsieht, wird die Möglichkeit einer solchen vorweggenommenen Subdelegation verfassungsrechtlich kritisch gesehen⁸³⁰: Könnte der einfache Gesetzgeber durch vorweggenommene Subdelegation von vornherein im Ergebnis andere als die in Art. 80 I 1 GG genannten Stellen mit der Verordnungsgewalt ausstatten, wäre die erschöpfende Aufzählung von Erstdelegatären sinnlos; sie könnte so jederzeit leicht zum Leerlaufen gebracht werden.⁸³¹ Art. 290 AEUV sieht demgegenüber nicht einmal die Möglichkeit der Ermächtigung zur Subdelegation vor. Selbst wenn man über die verfassungsrechtlichen Bedenken nach dem Grundgesetz noch hinwegsehen wollte⁸³², würde dieser Reformansatz damit gleichwohl wiederum jedenfalls eine Änderung der Verträge der EU erfordern. Andernfalls ließe er sich allenfalls allein auf der nationalen Ebene der Finanzaufsicht realisieren, womit er die zur Vermeidung von Reibungseffekten weitgehend syn-

⁸³⁰ Siehe etwa *Ossenbühl*, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), Hdb. StaatsR Bd. V, § 103 Rn. 37; *Brenner*, in: Huber/Voßkuhle (Hrsg.), GG, Bd. 2, Art. 80 Rn. 53, 64; s.a. *Halfpap*, BKR 2009, 65 dort in Fn. 120; *Danwitz*, JURA 2002, 93, 96; *Mann*, in: Sachs (Hrsg.), GG, Art. 80 Rn. 14.

⁸³¹ Vgl. *Ossenbühl*, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), Hdb. StaatsR Bd. V, § 103 Rn. 37; *Brenner*, in: Huber/Voßkuhle (Hrsg.), GG, Bd. 2, Art. 80 Rn. 53, 64; *Remmert*, in: Dürig/Herzog/Scholz (Hrsg.), GG, Art. 80 Rn. 82.

⁸³² So im Energiewirtschaftsrecht etwa *Britz*, EuZW 2004, 462, 464; *Ludwigs*, EnWZ 2019, 160, 162; kritisch demgegenüber *Meinzenbach/Klein/Uwer*, N&R 2021, 1, 9.

chronen Kompetenzen der nationalen und unionalen Finanzaufsichtsbehörden zu Lasten letzterer in ein Ungleichgewicht bringen würde. Jedenfalls für das Finanzaufsichtsrecht erscheint daher auch dieser Reformansatz nur eingeschränkt praktikabel.

B. Legitimationssteigerung durch Beteiligung der Öffentlichkeit am Verfahren administrativer Normsetzung

Leichter umsetzbar erscheint es, auf nationaler wie unionaler Eben zumindest einen zusätzlichen Legitimationsgewinn durch eine Öffentlichkeitsbeteiligung zu erzielen, mag eine solche von Verfassung wegen auch nicht geboten sein⁸³³. Insoweit kann das US-amerikanische Legitimationsmodell Anregungen bieten. Nach US-amerikanischem Demokratieverständnis kommt einer administrativen Norm eine einem Parlamentsgesetz vergleichbare demokratische Legitimation zu, wenn die Öffentlichkeit auf die normsetzende Behörde in ähnlicher Weise einwirken kann wie auf den Gesetzgeber.⁸³⁴

Beteiligungsrechte der Öffentlichkeit im Verfahren der Produktintervention und Kapitalpufferfestlegung dürften sich leichter imple-

⁸³³ So für administrative Normsetzung unter dem GG die h.M. vgl. etwa BVerfGE 42, 191, 205; *Pünder*, Exekutive Normsetzung, S. 142; *Möllers*, Gewaltengliederung, S. 196; *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 151 f.; *Möstl*, in: Ehlers/Pünder (Hrsg.), Allg. VerwR, § 19 Rn. 20; s. im Grds. auch *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, 2000, S. 398 f.; *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 114; *Halfpap*, Kapitalmarktaufsicht, S. 207; s.a. *Klafki*, Risiko und Recht, S. 115 ff. 118: keine Kompensation geringerer parlamentarischer Legitimation, aber zusätzliche demokratische Legitimation.

⁸³⁴ *Pünder*, ZG 1998, 242, 251; *ders.*, Exekutive Rechtsetzung, S. 215 ff., 248, 258 f.; *Orlowski*, DÖV 2005, 133, 138; s.a. *Halfpap*, BKR 2009, 65, 72; *Martini*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdIlg. VerwR, Bd. II, , § 33 Rn. 18; vgl. ähnlich auch zum rule-making-Verfahren der britischen Finanzaufsicht auch *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 102, 147: „... das Verfahren der FSA als Ausgleich und als Ergänzung für die parlamentarische Kontrolle ...“; skeptisch bis ablehnend hingegen *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 165 f.

mentieren lassen als eine allgemeine oder auch spezielle Normsetzungsbefugnis der Finanzaufsichtsbehörden. Sie könnten einfachgesetzlich in die Produktinterventions- und Festlegungsbefugnisse der Finanzaufsichtsbehörden aufgenommen werden. Zudem führen BaFin und ESMA in der Praxis vor Produktinterventionen und der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers öffentliche Anhörungen ohnehin bereits durch (s. 4. Teil E.I.2.a., II.2.a.).

I. Das *rule-making*-Verfahren der SEC sowie FCA und PRA

In den USA sieht der Administrative Procedure Act (APA) in seinem § 553 Regelungen zum Verfahren der administrativen Normsetzung, sog. *rulemaking procedure*, vor.⁸³⁵ *Substantive rules*, die rechtsverbindliche allgemeingültige Regelungen treffen, ähneln der deutschen Rechtsverordnung⁸³⁶ und der unionsrechtlichen Verordnung. Das Verfahren administrativer Normsetzung beginnt mit der öffentlichen Ankündigung, dass die Verwaltung den Erlass einer Rechtsnorm beabsichtigt (*notice of proposed rulemaking*), mit der bereits ein Normvorschlag zu veröffentlichen ist (5 U.S.C. § 553 (b) APA). Daran schließt sich eine breite Öffentlichkeitsbeteiligung an. Die Behörde muss allen Interessierten die Möglichkeit einräumen, Stellungnahmen und Einwände abzugeben, mit denen sich die Behörde befassen und die sie in ihrer Entscheidung berücksichtigen muss (5 U.S.C. § 533 (c) S. 1, 2 APA). Die Behörde muss darlegen, wie sie den rechtlichen Einwendungen Rechnung getragen hat und eine Nichtberücksichtigung begründen.⁸³⁷ Auch der Erlass von rules

⁸³⁵ Orłowski, DÖV 2005, 133, 137; Pünder, Exekutive Normsetzung, S. 118 ff.

⁸³⁶ Orłowski, DÖV 2005, 133, 138; Möllers, Gewaltengliederung, S. 191

⁸³⁷ Vgl. im Überblick zum *rule-making-procedure* Orłowski, DÖV 2005, 133, 138 f.; Pünder, ZG 1998, 242, 250; ders., Exekutive Normsetzung, S. 124 f., 128 f.; s.a. Halpap, BKR 2009, 65, 70; Halpap, Kapitalmarktaufsicht, S. 129 f.; Möllers, Gewaltengliederung, S. 191 f.

der SEC richtet sich nach den Vorgaben des APA für das Verfahren administrativer Normsetzung.⁸³⁸

Will die FCA oder die PRA eine rule erlassen, dann haben sie zunächst ebenfalls einen Entwurf zu veröffentlichen und zur öffentlichen Diskussion zu stellen (Sec. 138I (1) (b), (2) (e), Sec. 138J (1) (b), (2) (e) FSMA). Wollen sie die rule danach weiterhin erlassen, müssen sie einen Bericht zu den eingegangenen Stellungnahmen und ihren Antworten verfassen (Sec. 138I (4), Sec. 138J (4) FSMA).⁸³⁹

II. Möglichkeiten der Öffentlichkeitsbeteiligung

Eine Öffentlichkeitsbeteiligung ist weder von Art. 80 GG noch von Art. 290 AEUV vorgesehen. Art. 80 GG und Art. 290 AEUV stehen umgekehrt der einfachgesetzlichen Regelung des Erlassverfahrens aber auch nicht entgegen. Es steht im Ermessen des Gesetzgebers, im Rahmen der Delegation von Normsetzungsbefugnissen Vorgaben für das Verfahren der exekutiven Normsetzung zu treffen.⁸⁴⁰ Einer Beteiligung der Öffentlichkeit kann jedenfalls eine ergänzende demokratische Legitimation beigemessen werden.⁸⁴¹

⁸³⁸ *Halfpap*, BKR 2009, 65, 70; *ders.*, Kapitalmarktaufsicht, S. 129 f.

⁸³⁹ Noch zum rule-making-Verfahren der FSA *Halfpap*, BKR 2009, 65, 68; *ders.*, Kapitalmarktaufsicht, S. 80; *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 100 ff.

⁸⁴⁰ Vgl. etwa BVerfGE 42, 191, 205; *Pünder*, ZG 1998, 242, 254 f.; *Orlowski*, DÖV 2005, 133, 136; *Möllers*, Gewaltengliederung, S. 194; s.a. *Uhle*, Parlament und Rechtsverordnung, 1999, S. 165; allg. für die Zulässigkeit einer Öffentlichkeitsbeteiligung *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 399, 411.

⁸⁴¹ Befürwortend zum nationalen Verfahren administrativer Normsetzung *Pünder*, ZG 1998, 242, 252 f., 254 f., 255 f.; *Walla*, Kapitalmarktaufsicht in Dtlid., S. 253; *Martini*, in: Voßkuhle/Eifert/Möllers (Hrsg.), GrdI. VerwR, Bd. II, § 33 Rn. 14 f., 18, 26; vgl. auch *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 70 ff.; s.a. *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 82; *dies.*, ZBB 2023, 69, 74; zweifelnd *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 152, 156.

1. Offene öffentliche Anhörung

Es könnte für die Produktintervention und die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers eine offene öffentliche Anhörung festgeschrieben werden. Die Gesetzgeber könnten - dem US-amerikanischen und britischen Recht vergleichbar - vorschreiben, dass die Finanzaufsichtsbehörden einen Entwurf veröffentlichen und jedermann die Möglichkeit zur Stellungnahme einräumen, die wiederum öffentlich zugänglich gemacht werden.⁸⁴² Öffentlichkeitsbeteiligungen sind im Finanzaufsichtsrecht im Zusammenhang mit normativen Maßnahmen schon heute nicht unüblich. Nach Art. 4 III UA 3 SSM-VO hat die EZB vor Erlass einer Verordnung eine offene öffentliche Anhörung durchzuführen. Nach Art. 10 I UA 3 S. 1 ESA-VOen haben auch die ESAs beim Entwurf allgemeingültiger technischer Regulierungsstandards⁸⁴³ eine offene öffentliche Anhörung durchzuführen.⁸⁴⁴ Wie gesehen hat die BaFin vor der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers und der Beschränkung von CFDs (4. Teil E.I.2.a.) und ebenso die ESMA vor ihrer Beschränkung von CFDs (4. Teil E.II.2.a.) Entwürfe der von ihnen beabsichtigten Maßnahmen mit der allgemeinen Möglichkeit, Stellungnahmen

⁸⁴² So im allg. für das Verfahren exekutiver Normsetzung befürwortend *Pünder*, Exekutive Rechtsetzung, S. 263, 294; vgl. auch *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 404, 406, 411 f.; befürwortend mit Blick auf die Normsetzung durch die BaFin etwa auch *Halfpap*, Kapitalmarktaufsicht, S. 209; im Allgemeinen tendenziell zurückhaltender *Möllers*, Gewaltengliederung, S. 196 f.; allg. ablehnend *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 166 f., 168.

⁸⁴³ Siehe zur Rolle der ESAs beim Erlass technischer Regulierungsstandards Artt. 10 I UA 1 u. 8 ESA-VOen: Die Regulierungsstandards werden nicht von den ESAs, sondern von der Kommission erlassen. Die ESAs entwerfen die Standards aber und die Kommission darf sie nur in Abstimmung mit ihnen ändern, dazu *Gurlit*, ZHR 177 (2013), 862, 871 ff.; *Hitzer/Hauser*, BKR 2015, 52, 54 f.; *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2, 11 f.; *Baur/Boegl*, BKR 2011, 177, 182.

⁸⁴⁴ Für eine Legitimationswirkung der offenen öffentlichen Anhörung *Schemmel*, Europ. Finanzmarktverwaltung, S. 392 f., 394, zur tatsächlich eher geringen Beteiligung insb. von Verbrauchern aber S. 428 f; vgl. zur Legitimationswirkung der allg. öffentlichen Konsultation auch *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 74.

abzugeben, veröffentlicht, mögen sie dazu auch nicht verpflichtet gewesen sein.

Eine im Ausgangspunkt an Art. 4 III UA 3 SSM-VO und Art. 10 I UA 3 S. 1 ESA-VOen orientierte Anhörung der Öffentlichkeit auch vor einer abstrakt-generellen Produktintervention und der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers könnte entsprechend dem US-amerikanischen und britischen rule-making-Verfahren (s.o.) noch um die Pflicht ergänzt werden, dass die Behörde die Eingaben aus der Öffentlichkeit nicht nur zur Kenntnis nehmen muss, sondern sie wiederum zu veröffentlichen und sich mit ihnen in ihrer abschließenden Entscheidung begründet auseinandersetzen hat.⁸⁴⁵ Die Pflicht der Behörde, die Öffentlichkeit anzuhören und sich mit ihren Eingaben in der abschließenden Entscheidung auseinanderzusetzen, zwingt die Verwaltung, sich vor der Öffentlichkeit für ihre normsetzende Tätigkeit zu rechtfertigen. Sie gewährt der Öffentlichkeit damit eine Einflussnahme- und Kontrollmöglichkeit im Verfahren administrativer Normsetzung, womit ihr eine ergänzende partizipatorische Legitimation beigemessen werden kann.⁸⁴⁶ Zumindest dadurch, dass die Beteiligungsmöglichkeit der Öffentlichkeit und die ihr gegenüber bestehende Rechtfertigungslast der Verwaltung vom Gesetzgeber vorgegeben wird, bewirkt sie eine demokratische Legitimation des Verwaltungshandelns (s. 4. Teil E.I.2.).

⁸⁴⁵ So wiederum allg. für das Verfahren exekutiver Normsetzung *Pünder*, Exekutive Rechtsetzung, S. 263; vgl. auch *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 411, 414; beschränkt auf die Anhörung strukturierter Interessenverbände auch *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 168, 171; s. zur Beteiligung von Interessenverbänden sogleich.

⁸⁴⁶ Vgl. *Pünder*, Exekutive Rechtsetzung, S. 260 f., 264, 266 f.; s.a. *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 136 f.; *Halfpap*, Kapitalmarktaufsicht, S. 209; vgl. auch *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 86; *Schemmel*, Europ. Finanzmarktverwaltung, S. 394; einschränkend und mit Zweifeln *Möllers*, Gewaltengliederung, S. 190; vgl. auch *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 111 f., 156, anders aber S. 163 für die Öffentlichkeitsbeteiligung beim Erlass von Bebauungsplänen; ablehnend *Saurer*, Funktionen der Rechtsverordnung, S. 391.

2. Anhörung institutionalisierter Interessengruppen von Instituten, Anbietern und Kunden

Es ist zudem zu erwägen, neben oder sogar statt der breiten Öffentlichkeit besondere Interessensvertreter, die speziell die Interessen der von einer Produktintervention bzw. der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers Betroffenen vertreten, zu beteiligen. Von einer Produktintervention sind wie gesehen neben den Anbietern auch deren Kunden betroffen (s. 4. Teil F.II.2.b., III.2.b.), von der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers die Institute. Interessensvertreter finden sich etwa in Spitzenverbänden von Instituten wie beispielsweise dem Bundesverband Deutscher Banken (BdB) und von Anlegern wie zum Beispiel der Schutzvereinigung der Kapitalanleger (SdK).⁸⁴⁷ Auch spezielle Beteiligungsrechte von Interessensvertretern sind in Verfahren finanzaufsichtlicher Normsetzung nicht unüblich.⁸⁴⁸ § 10 I 3 KWG sieht etwa vor dem Erlass einer Rechtsverordnung durch die BaFin vor, dass diese zuvor gerade die Spitzenverbände hört, § 48u VI 1 KWG sogar vor (abstrakt-generellen⁸⁴⁹) Maßnahmen zur Begrenzung makroprudenzieller Risiken, die nach dem Willen des Gesetzgebers in der Form einer Allgemeinverfügung ergehen sollen (vgl. § 48u I 1 KWG: „im Wege der Allgemeinverfügung“). Art. 10 I UA 3 S. 2, Art. 37 ESA-VOen schreiben vor, dass die ESAs bei der Erstellung technischer Regulierungsstandards nicht nur eine offene öffentliche Anhörung durchzuführen haben (s.o.), sondern auch eine Stellungnahme jeweils extra einzurichtender Interessengruppen (Wertpapiere, Wertpapiermärk-

⁸⁴⁷ Vgl. auch *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 114, 117 f., 137.

⁸⁴⁸ Siehe zur Beteiligung des *consumer panel* und des *practitioner panel* im rule-making-Verfahren der FSA *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 101, s.a. S. 114 noch zu §§ 10 I 4, 11 I 2 KWG a.F.

⁸⁴⁹ Vgl. zur Einordnung als abstrakt-generelle Maßnahmen nur *Griebeler/Patz*, BKR 2017, 144, 145.

te, Bankensektor, Versicherung und Rückversicherung sowie Altersvorsorge) einholen.⁸⁵⁰

Neben dem dargestellten Legitimationseffekt einer Öffentlichkeitsbeteiligung ist ein Vorteil einer Beteiligung institutionalisierter Interessensvertretungen darin zu sehen, dass sie sich wegen ihrer institutionellen Verfasstheit und ihres höheren Organisationsgrades mit geringen Effizienzverlusten in das Verwaltungsverfahren einbinden lassen und dass sie über - für die finanzaufsichtliche Normsetzung entscheidende (s. 2. Teil B.I.) - besondere Expertise verfügen, so dass ihre Beteiligung zur Sicherstellung einer sachgerechten Entscheidung in erhöhtem Maße beitragen kann.⁸⁵¹

Auf der anderen Seite sollte die Beteiligungsmöglichkeit aber nicht auf Spitzenverbände beschränkt werden.⁸⁵² Sie vertreten ihre Mitglieder, also nur einen Teilausschnitt der Öffentlichkeit (vgl. auch 4. Teil E.I.2.). Die Beteiligung ausschließlich verfasster Interessensverbände würde daher hinter der Legitimationskraft einer unbegrenzten Öffentlichkeitsbeteiligung zurückbleiben.⁸⁵³ Neben einer -

⁸⁵⁰ Für eine Legitimationswirkung *Schemmel*, Europ. Finanzmarktverwaltung, S. 393 f.; s.a. *Gurlit*, ZBB 2023, 69, 74.

⁸⁵¹ Vgl. zur Sicherstellung sachgerechter Normsetzung durch Beteiligung der Öffentlichkeit, insb. von Interessenverbänden *Pünder*, Exekutive Rechtsetzung, S. 205, 235, 264; vgl. auch *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 68 f., sowie S. 401, 406 f.; *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 142 f.; zur Anhörung von Interessengruppen als effizientere Alternative zur offenen öffentlichen Anhörung *Schemmel*, Europ. Finanzmarktverwaltung, S. 393, s.a. S. 430 zur Einspeisung von Expertenwissen; vgl. allgemeiner auch *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 106 f., 140, 151 ff., 166, der allein Beteiligungsrechte strukturierter Interessenverbände befürwortet.

⁸⁵² A.A. *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 166, 168 f., der im Verfahren der exekutiven Normsetzung nur verfassten Interessenverbänden Beteiligungsrechte zugestehen will, allerdings mit geringen Anforderungen an die Verfasstheit.

⁸⁵³ Vgl. wohl auch *Bogdandy*, Gubernative Rechtsetzung, S. 407 f.; unentschieden *Pünder*, Exekutive Rechtsetzung, S. 263, 265: „allen Interessierten - bzw. zumindest den Repräsentanten aller Interessen“; eine Beschränkung der Beteiligungsrechte auf institutionalisierte Gruppen i.E. ebenfalls ablehnend *Schädle*, Exekuti-

an Art. 4 III UA 3 SSM-VO und Art. 10 I UA 3 S. 1 ESA-VOen orientierten - allgemeinen Anhörung der Öffentlichkeit und statt der besonderen Anhörung bestehender Interessenverbände könnte orientiert an Art. 10 I UA 3 S. 2, Art. 37 I, II ESA-VOen auch vor abstrakt-generellen Produktinterventionen und der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers gesetzlich die Einsetzung von Interessenvertretergruppen vorgesehen werden, die im Verfahren zwingend anzuhören sind und die sich sowohl aus Vertretern der Institute und Anbieter von Finanzprodukten und -tätigkeiten als auch Kunden zusammensetzen. Durch eine solche Institutionalisierung der Beteiligung kann gewährleistet werden, dass Interessen unterschiedlicher Betroffener - insbesondere auch solcher, die nicht Mitglied in einem Verband sind und daher über eine schwächere Lobby verfügen wie häufig Verbraucher - gehört werden und gebündelt in den Rechtsetzungsprozess einfließen.⁸⁵⁴ Bestehenden Spitzenverbänden bliebe es dabei unbenommen, den Interessen ihrer Mitglieder im Rahmen der allgemeinen Öffentlichkeitsbeteiligung Gehör zu verschaffen.

III. Möglichkeit vorläufig befristeter Maßnahmen in Eilfällen

Sowohl bei der Abwehr eines zyklischen Systemrisikos durch Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers (vgl. § 10d IV 3 KWG, Art. 139 IV 3 CRD IV) als auch bei der Abwehr von Bedenken für den Anlegerschutz oder einer Gefahr für das Funktionieren der Finanz-

ve Normsetzung, S. 139; s.a. *Saurer*, Funktionen der Rechtsverordnung, S. 390 f., der aber selbst eine Legitimationswirkung uneingeschränkter Öffentlichkeitsbeteiligungen verneint.

⁸⁵⁴ Vgl. für eine Übertragung dieses Ansatzes aus dem britischen Recht *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 138 f., 145; zur tatsächlich geringen Beteiligung von Verbrauchern im Verfahren der offenen öffentlichen Anhörung nach Art. 10 I UA 3 S. 1 ESA-VOen und zur Beteiligung von Interessengruppen als Alternative *Schemmel*, Europäische Finanzmarktverwaltung, S. 428 f., 430.

märkte oder die Stabilität des Finanzsystems (vgl. Artt. 42 IV MiFIR, 17 IV PRIIP) handelt es sich um Maßnahmen der Gefahrenabwehr, die ein unverzügliches Einschreiten der Finanzaufsicht erfordern können. Bei Gefahr im Verzug sollten - ähnlich § 28 II Nr. 1 VwVfG - die Stellungnahmen der Interessensgruppen und aus der Öffentlichkeit daher nicht abgewartet werden müssen. Dementsprechend sehen etwa auch Art. 4 III UA 3 SSM-VO und Art. 10 I UA 3 S. 1 ESA-VOen in Fällen besonderer Dringlichkeit ein Absehen von der offenen öffentlichen Anhörung vor. Zur Sicherstellung einer effektiven Gefahrenabwehr ist den Finanzaufsichtsbehörden mithin auch in den untersuchten Fällen abstrakt-genereller Produktinterventionen und der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers - vergleichbar Artt. 22 I UA 2 SSM-VO, 31 IV SSM-RahmenVO - die Möglichkeit einzuräumen, bereits vor Beteiligung der Interessensgruppen und der Öffentlichkeit vorläufig eine Maßnahme zu treffen. Die Stellungnahmen der Interessensgruppen und solche aus der Öffentlichkeit sollten, wenn eine vorläufige Maßnahme ergangen ist, aber gleichwohl bis zum Ablauf einer angemessen zu bestimmenden Anhörungsfrist einzuholen bzw. entgegenzunehmen sein. Nach Ablauf der Frist sollte die Finanzaufsicht dann erneut über ihre Maßnahme zu entscheiden haben (vgl. auch insoweit etwa Art. 31 V SSM-RahmenVO).

IV. Reformvorschlag

Um die demokratische Legitimation abstrakt-genereller Produktinterventionen und der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers zu erhöhen, könnten die Verfahren der Produktintervention und der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers um folgende Beteiligungsrechte ergänzt werden:

Will die Finanzaufsichtsbehörde eine Maßnahme treffen, ist ein Entwurf der Maßnahme den Interessengruppen⁸⁵⁵ „Institute“ bzw. „Anbieter und Kunden von Finanzprodukten und -tätigkeiten“ zuzuleiten und ihnen die Möglichkeit zu geben, binnen angemessener Frist Stellungnahmen abzugeben. Der Entwurf ist zugleich mit der Möglichkeit der Stellungnahme für jedermann auf der Homepage der Aufsichtsbehörde zu veröffentlichen.⁸⁵⁶ Zur Abwehr dringender Gefahren kann die Maßnahme vorläufig während des laufenden Anhörungsverfahrens in Kraft gesetzt werden. Ist das Anhörungsverfahren abgeschlossen, hat die Behörde eine erneute Entscheidung zu treffen. Sie kann die vorläufige Entscheidung bestätigen, aufheben, ändern oder ersetzen. In ihrer abschließenden Entscheidung hat sie sich begründet mit allen relevanten Stellungnahmen auseinanderzusetzen.

C. Kompensation von Rechtsschutzdefiziten

Wie im vorangegangenen Teil festgehalten, wird der Rechtsschutz künftig Betroffener durch die Wahl der äußeren Form der Allgemeinverfügung bzw. des adressatenlosen Beschlusses für abstrakt-generelle Produktinterventionen und die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers zwar nicht in unzumutbarer Weise verkürzt; er bleibt aber hinter dem Anfechtungsrechtsschutz anfänglich Betroffener zurück und im Rechtsschutzsystem der VwGO auch hinter dem Rechtsschutz gegen eine Rechtsverordnung (s. 4. Teil F.II.1., III.3. u. 4.). Der Rechtsschutz drittbetroffener Kunden ist zwar auch nach deutschem Prozessrecht begründbar (s. 4. Teil F.II.2.), bleibt allerdings wegen der gemäß § 42 II VwGO erforderlichen Möglich-

⁸⁵⁵ Vgl. zur möglichen Einrichtung und Zusammensetzung Art. 37 ESA-VOen.

⁸⁵⁶ Zur Nichtigkeit als mögliche Fehlerfolge der Unterlassung auch einer im Verfahren exekutiven Normsetzung vorgeschriebenen Anhörung *Trips*, Verfahren der exekutiven Rechtsetzung, S. 267 f.

keit einer Rechtsverletzung im Unterschied zur weiter gefassten unionsrechtlichen Klageberechtigung nach Art. 263 IV Alt. 3 AEUV, die eine Beeinträchtigung von rechtlichen, aber auch wirtschaftlichen Interesse ausreichen lässt (s. 4. Teil F.III.2.), mit Restzweifeln behaftet⁸⁵⁷.

I. Keine Anwendung des Meistbegünstigungsgrundsatzes und Annahme eines Doppelcharakters

Um erst künftig Betroffenen den Umweg über eine Wiedereinsetzung - deren Gewährung durch das Gericht nicht gewiss ist - bzw. die Verpflichtung der Behörde zur Aufhebung der Produktintervention bzw. der Kapitalpufferfestlegung zu ersparen (s. dazu 4. Teil F.II.1.b., III.3.c.) und statt einer möglichen Rechtsverletzung eine Interessensbeeinträchtigung Drittbetroffener ausreichen zu lassen, könnte sich die Anwendung des sog. *Meistbegünstigungsgrundsatzes* anbieten. Der Meistbegünstigungsgrundsatz wird vor allem im Zivilprozess herangezogen, wenn die äußere Form und der Inhalt einer gerichtlichen Entscheidung nicht übereinstimmen. Er besagt, dass gegen eine Form-Inhalt-inkongruente Entscheidung im Rechtsschutzinteresse des Betroffenen sowohl der Rechtsbehelf statthaft ist, der gegen die der äußeren Form nach getroffene Entscheidung statthaft ist, als auch der, der gegen die nach dem Inhalt zu wählende Entscheidungsform statthaft wäre. Egal welchen Rechtsbehelf der Rechtssuchende einlegt, er wird als der gegen die dem Inhalt entsprechende Entscheidungsform statthafte behandelt.⁸⁵⁸

⁸⁵⁷ Ablehnend etwa *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 29; *Ohler*, in: Ehlers/Fehling/Pünder (Hrsg.), Bes. VerwR Bd. 1, § 32 Rn. 14; VG Frankfurt, Urt. v. 17.06.2010 - 1 K 823/10.F -, juris Rn. 27 ff.; VG Frankfurt, Urt. v. 28.11.2019 - 7 K 243/18.F -, juris Rn. 21 ff.

⁸⁵⁸ Vgl. zum Meistbegünstigungsgrundsatz bei inkorrekten Entscheidungen eines Verwaltungsgerichts BVerwGE 1, 178, 179; 18, 193, 195; 89, 27, 29; zum zivilprozessualen Meistbegünstigungsgrundsatzes mit der Erwägung, ihn auch für den

Auf die untersuchten Fälle inkorrekt-er Handlungsformenwahl ge-
wendet, würde dies im Verwaltungsstreitverfahren vor einem Ver-
waltungsgericht bedeuten, dass gegen eine in Form der Allgemein-
verfügung ergangene abstrakt-generelle Produktintervention oder
Kapitalpufferfestlegung die Anfechtungsklage erhoben werden
kann, daneben aber auch die Feststellungsklage statthaft und die
Klage in jedem Fall als Feststellungsklage zu behandeln wäre. Nach
dem Wortlaut des § 43 I VwGO bräuchte der Kläger in der Folge
keine Verletzung in eigenen Rechten geltend machen, sondern bloß
ein berechtigtes Interesse. Wie gesehen wird in ständiger Recht-
sprechungspraxis aber auch auf die Feststellungsklage § 42 II VwGO
analog angewendet (s. 4. Teil F.II.2.b.). Insoweit - also mit Blick auf
Drittbetroffene - ist mit dem Meistbegünstigungsgrundsatz daher
nichts gewonnen. Jedenfalls käme aber die Klagefrist des § 74
VwGO nicht zur Anwendung, so dass sich der Rechtsschutz für künf-
tig Betroffene verbessern würde.

Damit bereits bei Erlass Betroffene nicht zugleich und über Ge-
bühr begünstigt werden, könnte man der Maßnahme im Interesse
der Rechtsbeständigkeit einen *doppelten Rechtscharakter*⁸⁵⁹ bei-

Rechtsschutz gegen form-inhalt-inkongruente Verwaltungsmaßnahmen heran-
zuziehen, *Beschorner*, Individualrechtsschutz bei inkongruenten Form-Inhalt-
Beziehungen des Verwaltungshandelns, 1985, S. 222 ff., 226 ff., i.E. allerdings ab-
lehrend; ähnlich *Kresser*, Die Bedeutung der Form für Begriff und Rechtsfolgen
des Verwaltungsaktes, 2007, S. 314 ff.; s. ablehnend auch *Schenke*, NVwZ 1990,
1009, 1016 f., der allerdings verkennt, dass bei Anwendung des Meistbegünsti-
gungsgrundsatzes zwar der der gewählten Form entsprechende Rechtsbehelf
statthaft wäre, dieser i.E. aber wie der dem Inhalt entsprechende behandelt
würde; befürwortend wohl nur *Pestalozza*, Formenmißbrauch, S. 162 f.; vgl. in
anderem Zusammenhang aber auch *Martini*, AöR 133 (2008), 155, 182 Fn. 113.

⁸⁵⁹ Die Annahme von Verwaltungsmaßnahmen mit Doppelcharakter aber grds.
ablehnend *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg), VwVfG, § 35 Rn. 23; ent-
schieden ablehnend auch *Schenke*, VerwArch 104 (2013), 486, 490, 496 f., 499;
ebenso gerade zu Maßnahmen im Graubereich zwischen Einzelakt und Rechts-
satz *Mutius*, in: Menger (Hrsg.), Fortschritte des Verwaltungsrechts - Festschrift

messen. Man könnte die abstrakt-generelle Produktintervention und die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers gegenüber bereits bei Erlass Betroffenen als Allgemeinverfügung, gegenüber erst später Betroffenen hingegen als Rechtsverordnung qualifizieren. Dafür spricht, dass die Generalität der Maßnahme gerade aus dem für die Zukunft offenen Adressatenkreis folgt (vgl. 3. Teil A.III.1., IV.2.b., c., 3.b.bb.aaa. und bbb.) und die damit einhergehende Bestandkraftproblematik allein künftige Adressaten betrifft (s. 4. Teil F.II.1.a.). Für zunächst Betroffene verbliebe es dann bei der fristgebundenen Anfechtungsklage und dem Eintritt der Bestandkraft einen Monat nach Bekanntgabe. Für künftig Betroffene wäre hingegen eine nicht fristgebundene Feststellungsklage anzunehmen. Auch diese unterliegt zumindest der prozessualen Verwirkung⁸⁶⁰, so dass auch insoweit dem öffentlichen Interesse nach Rechtsbeständigkeit Rechnung getragen werden könnte. Insoweit könnte man sich an der einmonatigen Anfechtungsfrist des § 74 VwGO orientieren und die Verwirkung der Klagemöglichkeit nach Ablauf eines Monats nach Betroffenwerden annehmen.

Im Unionsrecht ist sowohl gegen einen adressatenlosen Beschluss als auch gegen eine delegierte Verordnung die Nichtigkeitsklage statthaft, die im einen wie im anderen Fall gleichermaßen fristgebunden ist (s. 4. Teil F.III.3. und 4.). Die Anwendung des Meistbegünstigungsgrundsatzes würde hier also auch mit Blick auf die Bestandkraftproblematik bei künftig Betroffenen keinen Unterschied bewirken. Mit der Heranziehung des Meistbegünstigungsgrundsatzes ließe sich damit jedenfalls kein auf nationaler und unionaler

für Hans J. Wolff, 1973, S. 167, 172 f.; s.a. *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 21 Rn. 69 allerdings zu Organisationsakten.

⁸⁶⁰ Kurz zu den Voraussetzungen der prozessualen Verwirkung auch bei der Feststellungsklage *Ehlers*, in: Schoch/Schneider (Hrsg.), VwGO, 37. EL Juli 2019, Vorb. § 40 Rn. 103 ff., 109.

Ebene kongruenter Rechtsschutz gegen abstrakt-generelle Produktinterventionen und die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers bewerkstelligen, was bereits gegen diesen Lösungsansatz sprechen mag.

Auch für den nationalen Verwaltungsprozess bestehen darüber hinaus berechtigte Zweifel an der Tauglichkeit des Meistbegünstigungsgrundsatzes, den Rechtsschutz künftig Betroffener rechtspraktisch zu verbessern. Der Meistbegünstigungsgrundsatz ist ein ungeschriebener Rechtsgrundsatz. Er entfaltet nur Wirkung, wenn das jeweils angerufene Verwaltungsgericht ihn tatsächlich anwendet. Der Meistbegünstigungsgrundsatz ist daher mit Rechtsunsicherheit und der Gefahr einer uneinheitlichen Rechtsprechungspraxis behaftet. Er würde zudem nur bei einer fehlerhaften Handlungsformwahl eingreifen, wenn also eine abstrakt-generelle Maßnahme in Form der Allgemeinverfügung ergeht. Das dargestellte Bestandskraftproblem resultiert aber allein aus der Generalität der Maßnahme und stellt sich daher auch bei konkret-generellen Maßnahmen (s. 4. Teil F.II.1.a., 3.), für die die Handlungsform der Allgemeinverfügung adäquat ist. Dies betrifft etwa ein Leerverkaufsverbot aus Anlass einer Leerverkaufsattacke (vgl. 3. Teil A.IV.1.c.) oder die Anordnung eines zusätzlichen Kapitalpuffers zur Abwehr eines konkreten Systemrisikos in der Querschnittsdimension (s. 3. Teil A.IV.3.c.bb.bbb.). Auch insoweit erscheint die Heranziehung des Meistbegünstigungsgrundsatzes als unvollkommener Lösungsansatz. Hinzukommt, dass sich die Abgrenzung von konkret-generellen und abstrakt-generellen Maßnahmen mitunter als schwierig herausgestellt hat und trotz des angebotenen Abgrenzungskonzepts mit Restunsicherheiten behaftet bleibt. Auch insoweit werden wiederum Rechtsunsicherheit und die Gefahr einer uneinheitlichen Handhabung als Manko des ungeschriebenen Meistbegünstigungsgrundsatzes deutlich.

Die Anwendung des Meistbegünstigungsgrundsatzes verspricht damit insgesamt keine hinreichenden Verbesserungen.

II. Fristbeginn mit Betroffenwerden

Stattdessen erscheint es vielversprechender, den Fristbeginn spezialgesetzlich für künftig Betroffene zu modifizieren. Um einer Verkürzung des Rechtsschutzes künftig Betroffener⁸⁶¹ entgegenzuwirken, vertritt das BVerwG bei Verkehrszeichen, die als Allgemeinverfügungen ergehen und mit ihrer Aufstellung öffentlich auch mit Wirkung gegenüber künftigen Betroffenen bekanntgegeben werden⁸⁶², dass die Frist abweichend von § 74 VwGO nicht bereits mit der Bekanntgabe beginnt. Erst nach Ablauf der Frist Betroffene könnten vorher mangels Klagebefugnis und nachher wegen der bereits eingetretenen Bestandskraft keine Anfechtungsklage erheben. Um ihnen gleichwohl Anfechtungsschutz zuteilwerden zu lassen, soll die Frist erst mit dem erstmaligen Eintreten in den Wirkungskreis des Verkehrszeichens zu laufen beginnen.⁸⁶³

Auch der EuGH hat schon - wenn auch in einem anderen Zusammenhang - einen Fristbeginn für künftig Betroffene erst mit ihrem erstmaligen Betroffenwerden vertreten: Ist die Frist für eine Nich-

⁸⁶¹ Eine solche andeutend wohl BVerfG NJW 2009, 3642, 3644; eine solche annehmend *Maurer*, Rechtsschutz gegen Verkehrszeichen, in: in: Baumeister/Roth/Ruthig (Hrsg.), FS Schenke, S. 1013, 1021 f., 1023 f.; *Muckel* JA 2011, 477, 478.

⁸⁶² Zur Bekanntgabe von Verkehrszeichen durch Aufstellung und ihrer Wirkung *Ehlers* JZ 2011, 155, 156; auch allg. zur öffentl. Bekanntgabe *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 41 Rn. 136, 139; *ders.*, NJW 2010, 1184, 1185 f.

⁸⁶³ BVerwGE 138, 21 Rn. 14 ff.; s. dazu *Porsch*, in: Schoch/Schneider (Hrsg.), VwGO, § 70 Rn. 16a; *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn., 333a; *ders.*, NJW 2010, 1184, 1186; *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 9 Rn. 37; *Maurer*, Rechtsschutz gegen Verkehrszeichen, in: Baumeister/Roth/Ruthig (Hrsg.), FS Schenke, S. 1013, 1019 f.; *Schoch*, JURA 2012, 26, 31 f.; *Ehlers* JZ 2011, 155; *Muckel* JA 2011, 477 f.

tigkeitsklage eines neu beigetretenen Mitgliedstaates gegen eine Verordnung, die ihn erst in seiner künftigen Eigenschaft als Mitgliedstaat betrifft, bei seinem Beitritt infolge einer zuvor erfolgten allgemein fristauslösenden öffentlichen Bekanntgabe der Verordnung bereits abgelaufen, so soll die Frist für ihn im Interesse eines effektiven Rechtsschutzes erst mit dem Beitritt zu laufen beginnen.

⁸⁶⁴

Möchte man, auch wenn dies von Verfassung wegen nicht geboten ist (s. 4. Teil F.II.1., III.3. u. 4.), künftigen Betroffenen im Interesse eines effektiveren und konvergenten Rechtsschutzes denselben Anfechtungsrechtsschutz zugestehen wie anfänglich Betroffenen, so spricht aber gegen den Lösungsweg des BVerwG und des EuGH bereits der eindeutige Wortlaut des § 74 VwGO bzw. des Art. 263 VI AEUV, die ausdrücklich an die Bekanntgabe und nicht an das Betroffenwerden anknüpfen.⁸⁶⁵ Eine Übertragung der Rechtsprechung auch noch auf die hiesigen Fallkonstellationen erscheint daher fragwürdig.⁸⁶⁶ Will man künftig Betroffenen denselben Anfechtungsrechtsschutz gewähren wie anfänglich Betroffenen, so sollte

⁸⁶⁴ EuGH 26.06.2012, Rs. C-335/09 P, Rn. 46 ff., 51; s. dazu auch *Dörr*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 263 AEUV Rn. 127, 138, der, um effektiven Rechtsschutz erst künftig von einem Rechtsakt mit allgemeiner Geltung Betroffener sicherzustellen, eine Übertragung der Entscheidung auf die Frist von Individualnichtigkeitsklagen gegen Rechtsakte mit Verordnungscharakter erwägt; in diesem Zusammenhang für eine großzügige Handhabung der Fristenregelung wohl auch *Schwarze/Voet van Vormizeele*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 263 AEUV Rn. 70.

⁸⁶⁵ Mit weiter Kritik an der Rspr. des BVerwG *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 35 Rn., 333a; s.a. *ders.*, NJW 2010, 1184, 1186; *Ehlers* JZ 2011, 155, 157; befürwortend hingegen *Maurer/Waldhoff*, Allg. VerwR, § 9 Rn. 37; *Muckel* JA 2011, 477, 478; zur Umgehung der Prozessvoraussetzung des Art. 263 VI AEUV *Dörr*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Recht der EU, Art. 263 AEUV Rn. 127, 138; großzügiger möglicherweise *Schwarze/Voet van Vormizeele*, in: Schwarze/Becker/Hatje/Schoo (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 263 AEUV Rn. 70.

⁸⁶⁶ Ablehnend etwa *Gurlit*, WM 2015, 1217, 1225 Fn 113; *dies.*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WertpapierhandelsR, § 15 WpHG Rn. 20 Fn. 58; *U. Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), VwVfG, § 41 Rn. 136, 139.

dies besser im Wege einer unzweideutigen Gesetzesänderung bzw. einer spezialgesetzlichen Regelung erfolgen. Für die untersuchten Fälle der Produktintervention und der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers würde dies bedeuten, dass etwa in §§ 10d KWG und 15 WpHG sowie Artt. 40, 41, 42 MiFIR und 16, 17 PRIIP ein späterer Fristbeginn für künftig Betroffene erst mit ihrem erstmaligen Betroffenenwerden aufzunehmen wäre. Für das nationale Prozessrecht ist dies unproblematisch möglich, da es sich bei der Fristenregelung des § 74 VwGO um einfaches Gesetzesrecht handelt, das zur Disposition des kompetenten Gesetzgebers (Art. 74 I Nr. 1 GG) steht. Auf Unionsebene ist die Frist hingegen primärrechtlich geregelt. Zur Änderung des Art. 263 VI AEUV bedürfte es also der Zustimmung aller Mitgliedstaaten (s.o.). Art. 263 V AEUV enthält zwar eine Öffnungsklausel für besondere Bedingungen und Einzelheiten der Erhebung von Individualnichtigkeitsklagen gegen Handlungen von Einrichtungen und sonstigen Stellen der Union in deren Gründungsrechtsakten. Insoweit könnte zumindest eine spezielle Fristenregelung in den ESA-VOen erwogen werden. Der weit gefasste Wortlaut „besondere Bedingungen“ lässt auch die Annahme zu, dass Art. 263 V AEUV allgemein Abweichungen von den Zulässigkeitsvoraussetzungen der Individualnichtigkeitsklage erlaubt.⁸⁶⁷ Er gilt aber jedenfalls nicht für Individualnichtigkeitsklagen gegen Handlungen der EZB⁸⁶⁸, wie hier einer Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers. Seine systematische Stellung in Absatz fünf vor der Fristenregelung in Absatz sechs spricht zudem dagegen, dass die Öffnungsklausel selbst für Klagen gegen Handlungen von EU-Agenturen spezielle Fristenregelungen zulässt. Im Unionsrecht bleibt es für eine spezielle Regelung der Frist für Nichtigkeitsklagen gegen Produktinterven-

⁸⁶⁷ Vgl. für ein weites Verständnis auch *Dörr*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), *Recht der EU*, Art. 263 AEUV Rn. 114.

⁸⁶⁸ *Dörr*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), *Recht der EU*, Art. 263 AEUV Rn. 115.

tionen und die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers daher bei dem Erfordernis einer einstimmigen Vertragsänderung durch die Mitgliedstaaten.

III. Klarstellung des Klagerechts Drittbetroffener gegen belastende Maßnahmen

Auch wenn die Möglichkeit der Verletzung eines subjektiv-öffentlichen Rechts nicht nur für Institute und Anbieter von Finanzprodukten begründbar ist, sondern auch für Kunden, so dass auch nach der VwGO eine umfassende Klagebefugnis aller Betroffener besteht (s. 4. Teil F.II.2.b.), könnte die Klagemöglichkeit mit Blick auf Produktinterventionen der BaFin entsprechend Art. 263 IV AEUV klarstellend weiter gefasst werden, um jeden Zweifel auszuschließen. Nach Art. 263 IV AEUV genügt in Anlehnung an den französischen *recours pour excès de pouvoir*⁸⁶⁹ die Geltendmachung rechtlicher, aber auch wirtschaftlicher oder gar ideeller Interessen (s. 4. Teil F.III.2.b.). Damit würde sich die Klagebefugnis dem Feststellungsinteresse der Feststellungsklage annähern, die gegen eine Verordnung eigentlich statthaft wäre (s. 4. Teil F.II.1.a. und 2.b.). Auch im US-amerikanischen und britischen Recht ist die Klagebefugnis bei Klagen gegen administrative Normen vergleichbar weit gefasst. Es genügt ebenso eine - auch nur mittelbare - Betroffenheit rechtlicher, aber auch wirtschaftlicher oder ideeller Interessen.⁸⁷⁰

⁸⁶⁹ Siehe dazu *Pechstein*, EU Prozessrecht, 4. Aufl. 2011, Rn. 449; siehe zum *recours pour excès de pouvoir* *Glaser*, Die Entwicklung des Europäischen Verwaltungsrechts aus der Perspektive der Handlungsformenlehre, 2013, S. 139 ff.; *Classen*, Europäisierung der Verwaltungsgerichtsbarkeit, 1996, S. 57 ff.; *Wahl*, in: Schoch/Schneider (Hrsg.), VwGO, Vorb. § 42 Abs. 2 Rn. 21.

⁸⁷⁰ Vgl. dazu *Pünder*, Exekutive Normsetzung, S. 168 f., 274, der die weitergehenden Rechtsschutzmöglichkeiten gegen exekutive Normen nach US-amerikanischem Recht allgemein als Anregung für die deutsche Rechtsordnung heranziehen möchte; zur britischen Rechtslage *Schädle*, Exekutive Normsetzung, S. 153 f.

Eine der als Interessentenklage ausgestalteten Nichtigkeitsklage nachgebildete, vom Erfordernis einer Verletzung in subjektiv-öffentlichen Rechten losgelöste Klagemöglichkeit⁸⁷¹ entspräche mithin einem allgemeinen Rechtsverständnis und würde zudem einer bereits in anderen Rechtsgebieten unionsrechtlich veranlassenen Entwicklungstendenz⁸⁷² folgen. Auch wenn der Verzicht auf eine subjektiv-rechtliche Prägung der Klagebefugnis unionsrechtlich nicht gemeinhin geboten ist⁸⁷³, könnte eine entsprechend weiter gefasste Klagebefugnis doch Inkongruenzen und Friktionen zwischen nationalem Prozessrecht und Unionsrecht vermeiden⁸⁷⁴. Dass die Beeinträchtigung von Interessen für die Klagebefugnis ausreicht, könnte, da § 42 II VwGO ausdrücklich eine Öffnungsklausel für anderweitige gesetzliche Bestimmungen vorsieht, unproblematisch spezialgesetzlich etwa in § 15 WpHG geregelt werden.⁸⁷⁵

IV. Reform- und Klarstellungsvorschlag

Um einen konvergenten Rechtsschutz anfänglich und nachträglich Betroffener gleichermaßen auf nationaler wie unionaler Ebene zu

⁸⁷¹ Zu den Unterschieden zwischen Art. 263 IV AEUV und § 42 II VwGO nochmals *Pechstein*, EU-Prozessrecht, 4. Aufl. 2011, Rn. 440 ff., 449.

⁸⁷² Zu diesen Entwicklungen insb. im Umweltrecht: *Schmidt-Kötters*, in Posser/Wolff/Decker (Hrsg.), BeckOK VwGO, § 42 Rn. 165, 167; *Calliess*, NVwZ 2006, 1, 3 f.; *Rennert*, DVBl 2015, 793, 795, 797; s.a. *Ziekow*, NVwZ 2010, 793 f., 796.

⁸⁷³ *Schmidt-Kötters*, in Posser/Wolff/Decker (Hrsg.), BeckOK VwGO, § 42 Rn. 165, 170; *Ziekow*, NVwZ 2010, 793, 795, 796; s.a. *Calliess*, NVwZ 2006, 1, 4; *Rennert*, DVBl 2015, 793, 795, 797.

⁸⁷⁴ *Schmidt-Kötters*, in Posser/Wolff/Decker (Hrsg.), BeckOK VwGO, § 42 Rn. 165, 170 lehnt eine allgemeine Umstellung von der Verletzten- auf eine Interessentenklage - trotz punktueller Anpassungen etwa im Umweltrecht - allerdings ab; vor einem Funktionswandel gar warnend *Rennert*, DVBl 2015, 793, 798 ff., 801; offen für eine Neuformulierung des § 42 II VwGO hingegen *Calliess*, NVwZ 2006, 1, 4 ff., 6.

⁸⁷⁵ Siehe zur verfassungsrechtlichen Zulässigkeit von Interessentenklagen *Wahl*, in: Schoch/Schneider (Hrsg.), VwGO, Vorb. § 42 Abs. 2 Rn. 16.

schaffen, könnte in § 15 WpHG, Art. 42 MiFIR, 17 PRIIP und 10d KWG folgende spezielle Fristenregelung aufgenommen werden: Die Widerspruchs- und Klagefrist beginnt grundsätzlich mit der öffentlichen Bekanntgabe der Produktintervention bzw. der Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers. Macht der Rechtsbehelfsführer glaubhaft, erst nach dem Ablauf der Frist betroffen worden zu sein, so beginnt die Frist für ihn mit dem Zeitpunkt, zu dem er erstmals von der Maßnahme betroffen wurde. In Art. 263 VI AEUV könnte eine vergleichbare Fristenregelung ergänzt werden: Kann der Kläger geltend machen, durch eine öffentlich bekanntgegebene Handlung erst nach Ablauf der Frist betroffen worden zu sein, so beginnt die Frist erst mit dem Zeitpunkt, zu dem er erstmals betroffen wurde.

Die Schwierigkeit einer Umsetzung dieses Reformvorschlags auf unionaler Ebene besteht sicherlich in dem Erfordernis der einstimmigen Vertragsänderung. Der Vorteil einer Änderung des Art. 263 VI AEUV besteht dafür aber darin, dass durch die allgemeine Neuregelung des Fristbeginns nicht nur die behandelten Spezialfälle erfasst würden, sondern auch konkret-generelle adressatenlose Beschlüsse, bei denen sich die Bestandskraftproblematik in gleicher Weise stellt (s. 4. Teil F.III.4.). Da die Bestandskraftproblematik ebenso auch konkret-generelle Allgemeinverfügungen - wie insbesondere Verkehrszeichen - betrifft, wäre sogar auch auf nationaler Ebene statt einer Spezialregelung nur für Produktinterventionen und die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers eine allgemeine Regelung in §§ 70, 74 VwGO zu begrüßen: Macht der Widerspruchsführer/Kläger glaubhaft, von einer öffentlich bekanntgegebenen Allgemeinverfügung erst nach Ablauf der Frist betroffen worden zu sein, ist für den Fristbeginn nicht die Bekanntgabe maßgeblich, sondern der Zeitpunkt, zu dem er erstmals von der Allgemeinverfügung betroffen wurde. Damit würde dann auch endlich die Rechtspre-

chung des BVerwG zu Verkehrszeichen auf eine gesetzliche Grundlage gestellt.

Zur Klarstellung der Klagebefugnis auch drittbetroffener Kunden gegen Produktinterventionen im Rahmen einer verwaltungsgerichtlichen Klage könnte zudem in § 15 WpHG folgende Regelung aufgenommen werden: Gegen eine Produktintervention kann jeder Anbieter wie Kunde Widerspruch und Anfechtungsklage erheben, der geltend machen kann, in seinem berechtigten Interesse am Angebot bzw. Erwerb eines Finanzprodukts oder einer Finanztätigkeit beeinträchtigt zu sein.

Zusammenfassung in Thesen

I. Besonderer Bedarf nach normativen Maßnahmen von Finanzaufsichtsbehörden.

Eine effektive Finanzaufsicht bedarf abstrakter und genereller Aufsichtsmaßnahmen und erfordert dabei zugleich, dass ebendiese von den Finanzaufsichtsbehörden selbst ergriffen werden (2. Teil).

1. Das Binnenmarktziel der EU, die praktischen Grenzen der Beaufsichtigung des Finanzsystems und seiner Akteure sowie insbesondere die Charakteristika der spezifischen *Risiken in der Querschnitts- und der Zeitdimension* des Finanzsystems verlangen sowohl nach generellen als auch abstrakten Maßnahmen der Finanzaufsicht (2. Teil A.).
2. Aus der *Komplexität und Technizität der Aufsichtsmaterie* sowie unionsrechtlichen Vorgaben folgt zudem das Erfordernis eines abstrakten und generellen und damit normativen Handelns gerade der Finanzaufsichtsbehörden (2. Teil B.).

II. Allgemeinverfügung und adressatenloser Beschluss als *inadäquate* Handlungsformen für normatives Handeln der Finanzaufsichtsbehörden

Die teils vom nationalen und unionalen Gesetzgeber vorgegebene Wahl der Handlungsformen der Allgemeinverfügung und des adressatenlosen Beschlusses sind für abstrakt-generelle Maßnahmen von Finanzaufsichtsbehörden im hier verstandenen Sinn (Einleitung B.II.) *formeninadäquat* (3. Teil).

1. Nach ihrem materiellen Wesen kann die Allgemeinverfügung zwar einen generellen, für die Zukunft offenen Adressatenkreis haben, sie ist dann aber nur für zumindest konkrete Maßnah-

men einer Behörde die adäquate Handlungsform, während für rechtsverbindliche und außenwirksame abstrakt-generelle Maßnahmen von Finanzaufsichtsbehörden die Handlungsform der Rechtsverordnung zur Verfügung zu stellen und zu wählen wäre (3. Teil A. I.).

2. Das Unionsrecht kennt mit delegierter Verordnung und adressatenlosem Beschluss eine vergleichbar abgrenzungsbedürftige Unterscheidung von Handlungsformen (3. Teil B. I.).
3. Der fließende Übergang zwischen Individualität und Generalität sowie Konkretheit und Abstraktheit macht bei der Abgrenzung von Einzelakt und Rechtsnorm eine wertende Beurteilung und Gesamtbetrachtung unvermeidbar und lässt eine stets trennscharfe und zweifelsfreie Zuordnung praktisch nicht zu. Zur Steigerung der Rechtspraktikabilität und Rechtssicherheit der Abgrenzung soll aber ein die in die erforderliche Gesamtbetrachtung einzustellenden individualisierenden und konkretisierenden Kriterien und Indizien systematisierendes Abgrenzungskonzept angeboten werden (3. Teil A. III und B. III.):

Abb. 1: Konzept zur systematischen Abgrenzung von Rechtssatz und Einzelakt

1. Individualität der Maßnahme
 - a. individuell benannte Adressaten → Einzelakt
 - b. individuelle Bekanntgabe an alle Adressaten → Einzelakt (Sammelverfügung)
 - c. bestimmter oder bestimmbarer Adressatenkreis
 - objektiv feststehender Adressatenkreis → Einzelakt
 - ansonsten: präzise und differenzierte Beschreibung des Adressatenkreises
2. Konkretheit der Maßnahme
 - a. Konkretheit des Regelungsgegenstands
 - Regelung eines einmaligen Einzelverhaltens → Einzelakt
 - Regelung eines wiederholt-identischen Einzelverhaltens → Einzelakt
 - Regelung eines Gesamtverhaltens → Einzelakt
 - b. Konkretheit des Regelungsanlasses
 - Indizien für die Konkretheit der Regelung
 - Beschränkung der Geltungsdauer auf die Rechtsbehelfsfrist
 - Beschränkung des Geltungsbereichs auf einen bestimmten Ort
 - konkreter Sachverhalt
 - konkrete Gefahr bzw. konkretes Risiko → Einzelakt
 - sachlich, räumlich, zeitlich präzise Bestimmung des Sachverhalts

4. Nach dem erarbeiteten Abgrenzungskonzept stellen sich von den ausgewählten (Einleitung C.) finanzaufsichtlichen Maßnahmen Produktinterventionen zur Prävention bloß gedachter typischer Risiken für die Funktionsfähigkeit oder Stabilität des Finanzsystems und insbesondere für typisierte Anlegerkategorien - etwa den Durchschnitts-Verbraucheranleger - sowie die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers und sonstige Maßnahmen zur Begrenzung antizipierter systemischer Risiken in der Zeitdimension dem herausgearbeiteten Bedarf an normativen Maßnahmen der Finanzaufsichtsbehörden entsprechend als abstrakt-generell dar. Insoweit erweist sich die Wahl der vom nationalen und unionalen Gesetzgeber hierfür bereitgestellten Handlungsform der Allgemeinverfügung bzw. des adressatenlosen Beschlusses als inadäquat (3. Teil A. IV. und B. IV.).

III. Konsequenzen und Grenzen des Formenfehlgebrauchs

Das Rechtsstaatsprinzip bindet die Verwaltung bei der Handlungsformenwahl an Recht und Gesetz und auch der nationale und unionale Gesetzgeber ist bei einer Zuordnung von Verwaltungshandeln zu existierenden Handlungsformen sowie bei der Schaffung neuer Handlungsformen an die rechts- und demokratiestaatlichen Grenzen gebunden, die das Verfassungs- bzw. das europäische Primärrecht vorgeben (4. Teil A.). Die systematische Zuordnung von Verwaltungshandeln zu definierten Handlungsformen mit spezifischen Rechtsregimen (*Speicher- und Ordnungsfunktion*) schafft rechtsstaatliche Vorhersehbarkeit und Kontrollierbarkeit, indem sie es Hoheitsträgern nicht freistellt, durch beliebige Wahl einer äußeren Form über die Wirkungen einer Rechtshandlung und darauf abgestimmte Wirksamkeitsvoraussetzungen, Rechtmäßigkeitsanforderungen und Kontrollmöglichkeiten zu disponieren. Die Systematisie-

rung staatlichen Handelns in einem kohärenten Handlungsformensystem findet damit eine Verankerung im Rechtsstaats- und Demokratieprinzip. Vor diesem Hintergrund ist ein *Formenfehlgebrauch* als unzulässig anzusehen, wenn mit ihm eine nicht gerechtfertigte Verkürzung demokratie- und rechtsstaatlich gebotener Kompetenzzuweisungen, Verfahrensrechte oder Kontrollmöglichkeiten einhergeht, die ein hinreichendes Niveau an demokratischer Legitimation und Rechtsstaatlichkeit in Frage stellt (4. Teil C.).

1. Die Kompetenzzuweisungen von Art. 80 I GG und Art. 290 AEUV

Zur Gewährleistung hinreichender demokratischer Legitimation gebieten der rechtsstaatliche Gewaltenteilungsgrundsatz und das Demokratieprinzip eine entsprechende Anwendung des Art. 80 I GG auf die Ermächtigung der nicht zu den Erstdelegataren gehörenden BaFin, abstrakt-generelle Allgemeinverfügungen sui generis zu erlassen. Eine an Art. 80 I GG vorbeigehende Ermächtigung der Finanzaufsichtsbehörde zu verordnungsgleichen abstrakt-generellen Allgemeinverfügungen sui generis würde demgegenüber zu einem nicht gerechtfertigten Absinken der demokratiestaatlich gebotenen Legitimation der Normsetzung führen und damit einen unzulässigen Formenfehlgebrauch begründen (4. Teil D. I.).

Art. 290 I AEUV stellt - Art. 80 I GG vergleichbar - ein dem Grundsatz der repräsentativen Demokratie entsprechendes Legitimationsniveau bei exekutiver Rechtsetzung sicher. Art. 290 I AEUV umgehende sekundärrechtliche Ermächtigungen der ESAs und der EZB zu Verordnungen wirkungsgleichen abstrakt-generellen Handlungsformen sui generis übergehen diese im Rechts- und Demokratieprinzip begründete Kompetenzzuweisung und stören damit das sogenannte *institutionelle Gleichgewicht*. Sie begründen

daher gleichfalls einen unzulässigen Formen Fehlgebrauch (4. Teil D. II.).

Die Befugnisse der BaFin, in Form einer Allgemeinverfügung abstrakt-generell gegen Finanzprodukte zu intervenieren sowie den antizyklischen Kapitalpuffer festzulegen, wird - unter Heranziehung der unionsrechtlichen Vorgaben im Wege einer *Verbundkompensation* - den von Art. 80 I GG an die Delegation exekutiver Rechtsetzungsbefugnisse gestellten Anforderungen gerecht. Die Wahl der Handlungsform der Allgemeinverfügung stellt sich insofern nicht als unzulässiger Formen Fehlgebrauch dar (4. Teil E. I.). Gleiches gilt im Ergebnis für die Befugnis der ESAs, mittels abstrakt-generellem Beschluss Produktinterventionen zu verfügen, sowie die Befugnis der EZB, den antizyklischen Kapitalpuffer durch abstrakt-generellen Beschluss festzusetzen. Sie genügen den Anforderungen des allein entsprechend anzuwendenden Art. 290 I AEUV an die Delegation administrativer Rechtsetzungsbefugnisse in hinreichendem Maße (4. Teil E. II. und III.).

2. Keine Verkürzung von Verfahrensrechten

Auch hinsichtlich der Ausgestaltung des Verfahrens - Beteiligung Betroffener, Begründung und Bekanntgabe - bewirkt weder die Wahl der Allgemeinverfügung noch des adressatenlosen Beschlusses für abstrakt-generelle Produktinterventionen und die Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers nennenswerte Einbußen rechts- und demokratiestaatlicher Legitimation im Vergleich zum Rechtsregime der Rechtsverordnung bzw. der delegierten Verordnung. Beim Erlass einer Rechtsverordnung bzw. einer delegierten Verordnung würden keine weitergehenden Anforderungen gelten als für ein Handeln in Form einer Allgemeinverfügung bzw. eines adressatenlosen Beschlusses. Die Regelung einer mit Legitimationserwartungen verbundenen Öffentlichkeitsbeteiligung ist daher

lediglich - dafür aber auch für die reguläre administrative Normsetzung - rechtspolitisch bedenkenswert (4. Teil E. I. 2, II. 2. und III. 2.).

3. Noch ausreichende handlungsformenabhängige Rechtsschutzmöglichkeiten

Die fehlerhafte Wahl der Allgemeinverfügung und des adressatenlosen Beschlusses für abstrakt-generelle Maßnahmen von Finanzaufsichtsbehörden bewirkt aber Friktionen im Rechtsschutzsystem, die geeignet sind, die durch die Bindung an die vom Gesetzgeber verantworteten Vorgaben für das behördliche Handeln vermittelte sachlich-inhaltliche Legitimation infolge einer Verkürzung gerichtlicher Kontrollmöglichkeiten zu minimieren (4. Teil F.).

Auf nationaler Ebene bleiben für von in die Form einer Allgemeinverfügung eingekleideten, abstrakt-generellen Produktinterventionen und Kapitalpufferfestlegungen erst nach Ablauf der Rechtsbehelfsfrist Betroffene der Anfechtungs- und ein ergänzender Verpflichtungsrechtsschutz hinter der bei einer Rechtsverordnung bestehenden Rechtsschutzmöglichkeit einer Feststellungsklage zurück. Nur unter Berücksichtigung der unionsrechtlichen Überformung bzw. einer großzügigen Handhabung von Aufhebungsansprüchen sowie der Möglichkeit der Wiedereinsetzung in den vorherigen Stand kann die darin liegende Verkürzung des Rechtsschutzes als noch zumutbar qualifiziert werden, so dass zumindest keine einen unzulässigen Formen Fehlgebrauch begründende Verletzung des Anspruchs auf effektiven Rechtsschutz angenommen werden muss. Eine Optimierung der Rechtsschutzmöglichkeiten der von behördlichen Maßnahmen mit offenem Adressatenkreis erst in der Zukunft Betroffenen durch Abkehr von der (öffentlichen) Bekanntgabe als fristauslösendem Ereignis erscheint vor diesem Hintergrund im Finanzaufsichtsrecht - wie auch

im Allgemeinen Verwaltungsrecht - aber jedenfalls rechts- und demokratiestaatlich erwägenswert (4. Teil F. II. 1.). Im Unionsrecht wird der Rechtsschutz künftig Betroffener durch die Wahl der Handlungsform des adressatenlosen Beschlusses statt einer delegierten Verordnung zwar insoweit nicht verkürzt, als gegenüber beiden Handlungsformen gleichermaßen - allerdings nur befristeter - Rechtsschutz über die Nichtigkeitsklage zur Verfügung gestellt ist. Da aber der künftig Betroffenen hiermit zur Verfügung stehende Rechtsschutz durch die Fristgebundenheit der Nichtigkeitsklage - sowohl bei der Handlungsform des adressatenlosen Beschlusses als auch der delegierten Verordnung - gegenüber anfänglich Betroffenen zurückbleibt, indem er sich auf die Möglichkeiten der Wiedereinsetzung und die Annahme von Aufhebungspflichten im Rahmen einer Untätigkeitsklage verengt, ist auch im unionalen Prozessrecht allgemein zu erwägen, den Rechtsschutz künftig Betroffener durch einen Fristbeginn mit Betroffenwerden dem Rechtsschutz anfänglich Betroffener anzugleichen (4. Teil F. III. 3.).

Da sich nach nationalem Prozessrecht auch für von abstrakt-generellen Produktinterventionen lediglich mittelbar-faktisch drittbetroffene Kunden eine Klagebefugnis i.S.e. möglichen Verletzung eigener Rechte begründen lässt und nach unionalem Prozessrecht ohnehin eine Betroffenheit auch bloß wirtschaftlicher Interessen ausreicht, wirkt sich die Wahl von Allgemeinverfügung bzw. adressatenlosem Beschluss auch insoweit nicht in einer gegenüber der Wahl von Rechtsverordnung bzw. delegierter Verordnung benachteiligenden, einen unzulässigen Formenfehlergebrauch begründenden Weise auf den Rechtsschutz aus. Die Anfechtungsmöglichkeit drittbetroffener Kunden erscheint im nationalen Prozessrecht aber jedenfalls klarstellungsbedürftig (4. Teil F. II. 2., III. 2. und 4.).

IV. Reformvorschläge

1. Legitimationssteigerung durch Öffentlichkeitsbeteiligung statt Schaffung ausdrücklicher finanzaufsichtlicher Normsetzungsermächtigungen

Da eine Ausstattung der Finanzaufsichtsbehörden mit einer allgemeinen Normsetzungsbefugnis wegen der hierfür erforderlichen Änderung des Grundgesetzes bzw. der Europäischen Verträge nur schwer umsetzbar sein dürfte und die Möglichkeit, den Finanzaufsichtsbehörden spezielle Normsetzungsbefugnisse im Wege vorweggenommener Subdelegationen einzuräumen, im nationalen Recht zumindest umstritten ist und im Unionsrecht nicht zur Verfügung steht (5. Teil A. II. und III.), erscheint es praktikabler, die gegebene Ermächtigung und Praxis der Finanzaufsichtsbehörden, abstrakt-generelle Kapitalpufferfestlegungen und Produktinterventionen in die Handlungsform der Allgemeinverfügung bzw. des adressatenlosen Beschlusses einzukleiden, hinzunehmen und ihre demokratische Legitimation durch Beteiligung der Öffentlichkeit - öffentliche und Anhörungen von einzurichtenden Interessengruppen - zu erhöhen (5. Teil B. II. bis IV.).

2. Kompensation von Rechtsschutzdefiziten

Um den Rechtsschutz derjenigen, die erst nach Ablauf der Klagefrist von einer abstrakt-generellen, aber in die Handlungsform der Allgemeinverfügung bzw. des adressatenlosen Beschlusses gekleideten behördlichen Maßnahme betroffen werden, dahin zu optimieren, dass er dem Rechtsschutz anfänglich Betroffener entspricht, sollte für nachträglich Betroffene der Beginn der Klagefrist (spezial-)gesetzlich auf den Zeitpunkt ihres erstmaligen Betroffenenwerdens verschoben werden (5. Teil C II., IV.).

Da die nach hier vertretener Auffassung zwar zu bejahende Klage-möglichkeit der von Produktinterventionen nur drittbetroffenen Kunden nach nationalem Prozessrecht - anders als im Unionsrecht - nicht selbstverständlich ist, erscheint es zudem sinnvoll, klarstellend auch eine weit gefasste Klagebefugnis - berechtigtes Interesse am Angebot oder Erwerb eines Finanzprodukts - spezialgesetzlich zu normieren (5. Teil C. III., IV.).

Lebenslauf

2024	Ernennung zum Richter am Verwaltungsgericht
2023	Abordnung als wissenschaftlicher Mitarbeiter an das Bundesverfassungsgericht
2020	Ernennung zum Proberichter beim Verwaltungsgericht Karlsruhe
bis 2019	Wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Johannes-Gutenberg Universität Mainz
2016	Zweites juristisches Staatsexamen
bis 2016	Juristischer Vorbereitungsdienst im Gerichtsbezirk des Oberlandesgerichts Koblenz
2014	Erstes juristisches Staatsexamen
bis 2014	Studium der Rechtswissenschaften an der Johannes-Gutenberg Universität Mainz
bis 2009	Zivildienst
bis 2008	Schulbesuch

