

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

---

Band 303

# Die Neuausrichtung des prudentiellen Regulierungsrahmens für Wertpapierfirmen

Von

Nils Kraus



Duncker & Humblot · Berlin

NILS KRAUS

Die Neuausrichtung des prudentiellen Regulierungsrahmens  
für Wertpapierfirmen

# Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Jens Koch, Köln

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler †

# Die Neuausrichtung des prudentiellen Regulierungsrahmens für Wertpapierfirmen

Von

Nils Kraus



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Eberhard Karls Universität Tübingen  
hat diese Arbeit im Jahr 2025 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in  
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten  
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

D21

Alle Rechte vorbehalten

© 2026 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: TextFormA(r)t, Daniela Weiland, Göttingen  
Druck: Prime Rate Zrt., Budapest, Ungarn

ISSN 1614-7626

ISBN 978-3-428-19774-3 (Print)

ISBN 978-3-428-59774-1 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,  
12165 Berlin, Germany | E-Mail: [info@duncker-humblot.de](mailto:info@duncker-humblot.de)  
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einführung</b> .....	23
A. Überblick .....	23
B. Die Regulierung von Wertpapierfirmen .....	25
I. Prudentielle Regulierung und Marktverhaltensregulierung .....	25
II. Die Neuausrichtung des prudentiellen Regulierungsrahmens .....	26
C. Fragestellung .....	27
D. Vorgehensweise .....	29

## *Erster Teil*

<b>Anwendungsbereich und historische Entwicklung</b> .....	30
§ 1 Wertpapierfirmen: Persönlicher Anwendungsbereich des neuen Regulierungsrahmens .....	30
A. Erfasste Tätigkeiten .....	31
I. Vorbemerkungen .....	31
1. Terminologie .....	31
2. Verteilung .....	33
II. Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten nach Anhang I Abschnitt A der MiFID II .....	34
1. Annahme und Übermittlung von Aufträgen .....	34
2. Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden .....	35
a) Abschlussvermittlung .....	35
b) Finanzkommissionsgeschäft .....	36
3. Handel für eigene Rechnung .....	37
a) Eigenhandel und Eigengeschäft .....	37
b) Gesetzlich geregelte Sonderfälle des Eigenhandels .....	39
aa) Market-Making .....	39
bb) Systematische Internalisierung .....	40
cc) Hochfrequenzhandel .....	40
c) Finanzkommissionsgeschäft .....	40
aa) Problemstellung .....	40
bb) Abgrenzung .....	41

cc) Zwischenergebnis .....	42
4. Portfolioverwaltung .....	43
5. Anlageberatung .....	44
6. Emissionsgeschäft .....	44
7. Platzierungsgeschäft .....	45
8. Betrieb eines MTF oder OTF .....	46
III. Wertpapiernebenleistungen nach Anhang I Abschnitt B der MiFID II ..	47
B. Erlaubnis und europäischer Pass .....	49
§ 2 Entwicklung der (prudentiellen) Regulierung von Wertpapierfirmen .....	50
A. Hintergrund der Wertpapierdienstleistungs- und Kapitaladäquanrichtlinie .....	50
I. Errichtung eines integrierten europäischen Kapitalmarkts .....	50
1. Integration durch Rechtsangleichung .....	50
2. Prinzip der gegenseitigen Anerkennung .....	52
a) Neues Integrationskonzept .....	52
b) Europäischer Pass für Kreditinstitute .....	53
II. Konflikt um die Ausweitung des Europäischen Passes auf Wertpapierfirmen	54
1. Interessenlage .....	54
2. Einbeziehung von Wertpapierfirmen in die Eigenkapitalregulierung als	
Kompromiss (Level Playing Field) .....	55
a) Wertpapierdienstleistungs- und Kapitaladäquanrichtlinie .....	55
b) Einordnung .....	56
B. Weitere Entwicklung des bisherigen Regulierungsrahmens für Kreditinstitute	
und Wertpapierfirmen .....	57
I. Finanzmarkttrichtlinien .....	57
II. Basel III und CRD IV-Maßnahmenpaket .....	58
1. Zäsur durch die globale Finanzkrise 2007/2008 .....	58
2. Konsolidierung in einem Single Rulebook .....	59
3. Strengere Anforderungen an Kreditinstitute .....	60
C. Die Entscheidung für einen eigenen Regulierungsrahmen für Wertpapierfirmen	61
I. Evaluationsprozess .....	61
II. Gesetzgebungsverfahren .....	61
<i>Zweiter Teil</i>	
<b>Grundsätzliche Ausrichtung des neuen Regulierungsrahmens</b> .....	63
§ 3 Neue Kategorisierung von Wertpapierfirmen .....	64
A. Systemrelevante und große Wertpapierfirmen .....	65
I. Vorbemerkungen .....	65

II. Größenkriterien der Klassen 1a und 1b .....	66
1. Konsolidierte Bilanzsumme .....	66
2. Sonderfall: Behördenentscheidung nach § 8 WpIG .....	67
III. Gestattung der Beaufsichtigung als Klasse 1c .....	67
B. Nicht systemrelevante Wertpapierfirmen .....	68
I. Das K-Faktorregime als Grundlage der Abgrenzung zwischen Klasse 2 und Klasse 3 .....	68
II. Kleine und nicht verflochtene Wertpapierfirmen .....	71
1. Überblick .....	71
2. Verwaltete Vermögenswerte (AUM) .....	72
a) Erfasste Sachverhalte .....	72
b) Betroffene Vermögenswerte .....	72
3. Gehaltene Kundengelder (CMH) .....	73
a) Erfasste Sachverhalte .....	73
b) Kontrollierte Kundengelder .....	74
4. Verwahrte und verwaltete Vermögenswerte (ASA) .....	75
a) Begriffsverständnis .....	75
b) Erfasste Sachverhalte .....	75
5. Bearbeitete Kundenaufträge (COH) .....	76
6. Kennzahlen für Marktrisiken .....	77
a) Nettopositionsrisiko (NPR) .....	77
b) Geleisteter Einschuss für Clearinggeschäfte (CMG) .....	78
aa) Erfasste Sachverhalte .....	78
bb) Berechnung der Kennzahl .....	79
c) Anwendbarkeit der Kennzahlen für Marktrisiken .....	79
7. Handelsgegenpartenausfallrisiko (TCD) .....	80
8. Täglicher Handelsstrom (DTF) .....	81
III. Verteilung .....	82
§ 4 Abstufung des Regulierungsansatzes .....	82
A. Zielsetzung für die einzelnen Klassen .....	83
I. Systemrelevante und große Wertpapierfirmen (Klasse 1) .....	83
1. Erwägungen zum Risikoprofil .....	83
2. Systemrelevanz im Sinne der IFD und IFR .....	83
3. Anwendung der CRD und CRR .....	84
II. Nicht systemrelevante Wertpapierfirmen (Klasse 2 und Klasse 3) .....	85
1. Erwägungen zum Risikoprofil .....	85
2. Zielsetzung .....	87
a) Allgemeines .....	87

b) Weiterer Untersuchungsbedarf .....	88
B. Going-Concern-Ansatz .....	89
I. Ansatz der CRD und CRR für Kreditinstitute .....	89
1. Risiken eines Ausfalls .....	89
2. Primärziel: Vermeidung einer Bestandsgefährdung (Solvenzsicherung) ..	90
3. Sekundärziel: Sanierung oder geordnete Abwicklung .....	91
II. Schlussfolgerungen für die Zielsetzung bei Klasse 2-Wertpapierfirmen .....	93
C. Operationalisierung des Gone-Concern-Ansatzes .....	94
I. Vorüberlegungen .....	94
II. Konzept der geordneten Abwicklung ( <i>orderly wind-down</i> ) .....	95
1. Erwägungen der EBA .....	95
2. Ergänzende Überlegungen .....	95
a) Risiken einer ungeordneten Abwicklung .....	95
b) Kundenrisiken beim Ausfall einer Wertpapierfirma .....	96
aa) Verlust des Zugangs zur Dienstleistung .....	96
bb) Kundenansprüche .....	96
III. Funktion von Regulierungsinstrumenten im Gone-Concern-Ansatz .....	97
1. Erwägungen der EBA .....	97
2. Ergänzende Überlegungen .....	98
a) Gewährleistung der Rahmenbedingungen für eine geordnete Abwick- lung .....	98
b) Zeitpunkt und Verfahren der Abwicklung .....	99
IV. Schlussfolgerungen für die Zielsetzung bei Klasse 3-Wertpapierfirmen .....	99
D. Zusammenfassung .....	100

### *Dritter Teil*

<b>Die Anforderungen des neuen Regulierungsrahmens im Einzelnen</b> .....	102
§ 5 Eigenmittelanforderungen .....	103
A. Allgemeines .....	104
I. Systematik der Eigenmittelanforderungen .....	104
1. Säule 1 .....	104
2. Säule 2 .....	104
II. Vorgeschriebene Zusammensetzung der Eigenmittel .....	105
1. Bestandteile der verschiedenen Formen von Eigenmitteln .....	105
2. Mindestquoten für die Zusammensetzung .....	106
III. Permanente Mindestkapitalanforderung .....	107
B. K-Faktoranforderungen .....	108

I.	Allgemeines .....	108
II.	K-Faktoren für Kundenrisiken .....	109
	1. Berechnung und Grundgedanke .....	109
	2. Verwaltete Vermögenswerte (K-AUM) .....	111
	a) Erfasste Risiken .....	111
	b) Einbeziehung der laufenden Anlageberatung .....	112
	c) Aussagekraft der verwalteten Vermögenswerte .....	113
	aa) Kritik .....	113
	bb) Stellungnahme .....	114
	3. Bearbeitete Kundenaufträge (K-COH) .....	116
	a) Erfasste Risiken .....	116
	b) Aussagekraft des Gesamtwerts der bearbeiteten Kundenaufträge .....	116
	4. Kundengelder und -vermögenswerte (K-CMH und K-ASA) .....	117
	a) Erfasste Risiken .....	117
	b) Vorschriften zur Vermögenstrennung .....	118
	aa) Berücksichtigung im neuen Regulierungsrahmen .....	118
	bb) Anforderungen im Einzelnen .....	120
	(1) Verwahrung von Kundengeldern in Deutschland .....	120
	(2) Verwahrung von Kundenfinanzinstrumenten in Deutschland ..	121
	cc) Verbleibende Risiken .....	122
	dd) Fazit .....	123
	5. Zwischenergebnis zu den K-Faktoren für Kundenrisiken .....	124
III.	K-Faktoren für Marktrisiken .....	125
	1. Anwendbarkeit und Grundgedanke .....	125
	2. Nettopositionsrisiko (K-NPR) .....	126
	a) Anwendung der Marktrisikobestimmungen der CRR .....	126
	b) Aussagekraft .....	127
	3. Geleisteter Einschuss für Clearinggeschäfte (K-CMG) .....	129
	a) Berechnung .....	129
	b) Aussagekraft .....	130
	aa) Von Wertpapierfirmen eingegangene Risiken .....	130
	bb) Von Wertpapierfirmen ausgehende Risiken .....	131
	4. Zwischenergebnis zu den K-Faktoren für Marktrisiken .....	132
IV.	K-Faktoren für Firmenrisiken .....	132
	1. Grundgedanke .....	132
	2. Handelsgegenparteausfallrisiko (K-TCD) .....	134
	a) Berechnung und Grundgedanke .....	134
	b) Insbesondere: Berechnung des Risikopositionswerts .....	135

3.	Täglicher Handelsstrom (K-DTF) .....	136
a)	Berechnung und Grundgedanke .....	136
b)	Unbeabsichtigte Konsequenzen für Market-Maker? .....	137
4.	Zwischenergebnis zu den K-Faktoren für Firmenrisiken .....	138
V.	Gesamtbetrachtung der K-Faktoranforderungen .....	139
1.	Vorüberlegungen .....	139
2.	Eigenmittelanforderungen im Konzept der CRR .....	140
3.	Eigenmittelanforderungen im Konzept der IFR .....	142
a)	Vorüberlegungen .....	142
b)	Funktion der K-Faktoranforderungen .....	142
aa)	Verringerung von Kunden- und Marktrisiken .....	142
bb)	Schlussfolgerungen .....	143
c)	Bemessung der K-Faktoranforderungen .....	144
aa)	Eingegangene Risiken als Näherungswert für Kunden- und Markt- risiken .....	144
bb)	Kredit-, Markt- und operationelle Risiken .....	145
VI.	Ergebnis zu den K-Faktoranforderungen .....	146
C.	Anforderungen für fixe Gemeinkosten (FOR) .....	146
I.	Eigenmittelanforderung nach Art. 13 Abs. 1 IFR .....	146
1.	Berechnung der fixen Gemeinkosten .....	146
2.	Zielsetzung .....	147
II.	Exkurs: Die US-amerikanische Net Capital Rule .....	149
1.	Zielsetzung .....	149
2.	Anwendungsbereich .....	150
3.	Net Capital Rule .....	150
a)	Net Capital .....	150
b)	Required Net Capital .....	151
4.	Schlussfolgerungen .....	152
III.	Gewährleistung einer geordneten Abwicklung .....	153
1.	Fähigkeit zur vorübergehenden Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs .....	153
2.	Gewährleistung der Erfüllung geschützter Ansprüche .....	154
a)	Allgemeine Erwägungen .....	154
b)	Erforderlicher Vermögensüberschuss .....	155
3.	Zusätzliche Eigenmittelanforderungen .....	155
a)	Allgemeines .....	155
b)	Risiko einer ungeordneten Abwicklung .....	156
IV.	Ergebnis zu den Anforderungen für fixe Gemeinkosten .....	157

§ 6	Aufsichtsanforderungen für Konzentrationsrisiken im Handelsbuch .....	157
	A. Anforderungen der IFR .....	158
	I. Überblick .....	158
	II. Berechnung des Risikopositionswerts .....	159
	1. Berechnung .....	159
	2. Kundenbegriff .....	159
	III. Überschreitung der Obergrenze für das Konzentrationsrisiko .....	160
	IV. Zusätzliche Eigenmittelanforderung für das Konzentrationsrisiko .....	161
	1. Berechnung des K-Faktors (K-CON) .....	161
	2. Berechnung der Eigenmittelanforderung für die einzelne Überschreitung .....	162
	B. Bewertung .....	163
	I. Beschränkung auf Handelsbuchpositionen .....	163
	II. Verhältnismäßigkeit .....	164
§ 7	Liquiditätsanforderungen .....	165
	A. Liquiditätsanforderungen der IFR .....	167
	I. Mindestbestand an liquiden Aktiva .....	167
	II. Liquide Aktiva .....	168
	1. Ausgangspunkt .....	168
	2. Modifikationen für Wertpapierfirmen .....	168
	B. Vergleich mit den Liquiditätsanforderungen der CRR .....	169
	I. Liquidity Coverage Ratio und Net Stable Funding Ratio .....	169
	II. Liquiditätsrisiken im Einlagen- und Kreditgeschäft .....	170
	III. Unterschiede zu Wertpapierfirmen der Klassen 2 und 3 .....	172
	1. Liquiditätsrisiken .....	172
	2. Konsequenzen für die Zielsetzung bei Wertpapierfirmen .....	173
	C. Bewertung .....	173
§ 8	Corporate Governance .....	174
	A. Anforderungen auf Grundlage der IFD .....	175
	I. Vorgaben für Klasse 2-Wertpapierfirmen .....	175
	1. Organisationsstruktur .....	175
	a) Allgemeines .....	175
	b) Ausschussbildung durch das Verwaltungs- oder Aufsichtsorgan .....	176
	2. Risikomanagement und Compliance .....	178
	a) Risikomanagement .....	178
	b) Compliance .....	179
	3. Vergütungssysteme .....	180
	a) Risikoträger .....	180

b) Variable Vergütung .....	181
aa) Allgemeines .....	181
bb) Vorgaben zur Höhe der variablen Vergütung .....	182
cc) Ex-post-Risikoadjustierung .....	183
4. Einordnung und Bewertung .....	184
a) Entlastung gegenüber der CRD .....	184
b) Beitrag zur Solvenzversicherung .....	185
II. Vorgaben für Klasse 3-Wertpapierfirmen .....	186
1. Überblick .....	186
2. Zielsetzung .....	187
a) Allgemeine Erwägungen .....	187
b) Gewährleistung einer geordneten Abwicklung .....	187
c) Gewährleistung einer soliden finanziellen Basis .....	188
3. Fazit .....	189
B. Organisationspflichten auf Grundlage der MiFID II .....	189
I. Vorbemerkungen .....	189
II. Überblick .....	190
1. Risikomanagement .....	190
a) Allgemeine Erwägungen .....	190
b) Auslegung des Art. 23 MiFID II-DelVO .....	191
2. Compliance .....	192
3. Vergütung .....	193
III. Zielsetzung .....	194
1. Ausgangspunkt .....	194
2. Solvenzversicherung als eigenständiges Ziel der MiFID II .....	195
3. Fazit .....	197
C. Verhältnis zwischen IFD und MiFID II .....	197
D. Zusammenfassung .....	198
§9 Melde- und Offenlegungspflichten .....	199
A. Meldepflichten .....	200
I. Periodische Meldungen .....	200
II. Anlassbezogene Meldungen .....	201
III. Bewertung .....	201
1. Allgemeine Erwägungen .....	201
2. Periodische Meldepflichten .....	202
B. Offenlegungspflichten .....	203
I. Anforderungen der IFR .....	203

II. Bewertung .....	204
1. Exkurs: Konzept der Marktdisziplin .....	204
2. Übertragbarkeit auf Wertpapierfirmen .....	205
C. Zusammenfassung .....	206
§ 10 Aufsichtliche Konsolidierung .....	206
A. Konsolidierung in Wertpapierfirmengruppen nach der IFR .....	208
I. Adressat der Konsolidierungspflicht .....	208
II. Anwendung der Aufsichtsanforderungen auf konsolidierter Basis .....	209
III. Gruppenkapitaltest .....	210
1. Eigenmittelanforderung .....	210
2. Einordnung als „hinreichend einfach“ .....	211
B. Konsolidierung nach der CRR .....	211
C. Folgen der Konsolidierung für gruppenangehörige Wertpapierfirmen .....	212
D. Bewertung .....	213

*Vierter Teil*

**Gesamtbetrachtung** 215

§ 11 Verhältnis des neuen Regulierungsrahmens zur CRD und CRR .....	215
A. Von Wertpapierfirmen ausgehende systemische Risiken .....	216
I. Allgemeines .....	216
II. Größe .....	218
III. Verflochtenheit .....	219
1. Ansteckungseffekte bei Kreditinstituten .....	219
2. Übertragbarkeit auf Wertpapierfirmen .....	222
a) Wertpapierfirmen ohne Handelsbuch .....	222
b) Wertpapierfirmen mit Handelsbuch .....	223
IV. Substituierbarkeit .....	224
1. Substituierbarkeit von Kreditinstituten .....	224
2. Übertragbarkeit auf Wertpapierfirmen .....	226
a) Beratungsleistungen .....	226
b) Marktzugang und Marktliquidität .....	227
c) Handelsinfrastruktur .....	228
V. Zusammenfassung .....	229
B. Bewertung der Anforderungen an Klasse 1-Wertpapierfirmen .....	229
I. Anwendung der CRD und CRR .....	229
1. Vorbemerkungen .....	229

a) Problemstellung .....	229
b) Ursprüngliche Konzeption der EBA .....	230
2. Systemrelevanz von Klasse 1-Wertpapierfirmen .....	231
3. Bankähnlichkeit von Klasse 1-Wertpapierfirmen .....	232
a) Kriterien zur Erfassung von Bankähnlichkeit .....	232
b) Übertragbarkeit auf Wertpapierfirmen .....	233
4. Ergebnis .....	235
II. Mögliche Anwendung der IFD und IFR auf Klasse 1b-Wertpapierfirmen ....	236
1. Vorüberlegungen .....	236
2. Schutzniveau der IFD und IFR .....	236
a) Entlastung von Klasse 2-Wertpapierfirmen .....	236
b) Anforderungen im Einzelnen .....	237
aa) Eigenmittelanforderungen .....	237
bb) Qualitative Anforderungen und Marktdisziplin .....	239
c) Ergebnis .....	240
3. Bedürfnis nach einheitlichen Wettbewerbsbedingungen gegenüber Kredit- instituten (Level Playing Field) .....	240
C. Ergebnis .....	241
§ 12 Behandlung von Klasse 2-Wertpapierfirmen .....	242
A. Rechtfertigung einer Solvenzicherung für große Klasse 2-Wertpapierfirmen ...	243
I. Vorüberlegungen .....	243
II. Handel für eigene Rechnung und Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden .....	244
1. Beeinträchtigung des Marktzugangs oder der Marktliquidität .....	244
2. Beeinträchtigung des Anlegervertrauens .....	245
III. Anlageberatung und Portfolioverwaltung .....	246
IV. Zwischenergebnis .....	247
B. Bewertung der Anforderungen für die übrigen Klasse 2-Wertpapierfirmen .....	247
I. Vorüberlegungen .....	247
II. Kohärenz der Anforderungen für Klasse 2-Wertpapierfirmen .....	247
III. Belastungen für kleine Wertpapierfirmen mit Handelsbuch .....	249
IV. Konsequenzen .....	250
§ 13 Behandlung von Klasse 3-Wertpapierfirmen .....	251
A. Gewährleistung einer geordneten Abwicklung (Gone-Concern-Ansatz) .....	252
I. Eigenmittel- und Liquiditätsanforderungen .....	252
II. Flankierende Maßnahmen .....	252
III. Gewährleistung einer soliden finanziellen Basis .....	253

B. Bewertung der Anforderungen an Klasse 3-Wertpapierfirmen .....	254
I. Zusätzliche Belastungen .....	254
II. Anlageberatung sowie Annahme und Übermittlung von Aufträgen .....	256
1. Eigenmittel- und Liquiditätsanforderungen .....	256
2. Berufshaftpflichtversicherung als Alternative zu Eigenmittelanforderungen	257
a) Berufshaftungsrisiken in anderen Dienstleistungsbranchen .....	257
b) Vor- und Nachteile einer Versicherungslösung für Wertpapierfirmen ..	258
3. Ergebnis .....	259
III. Übrige Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten .....	259
IV. Ergebnis .....	260
<b>Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse .....</b>	<b>261</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>268</b>
A. Allgemeine Literatur .....	268
B. Gesetzesmaterialien und offizielle Verlautbarungen .....	278
<b>Sachwortverzeichnis .....</b>	<b>285</b>

## Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere Ansicht
a. a. O.	am angegebenen Ort
a. F.	alte(r) Fassung
Abl. EG/EU	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft/Union
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Die Aktiengesellschaft
AIF	Alternative Investment Fund
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AIFMD	Alternative Investment Fund Manager Directive
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
ASA	Assets Safeguarded and Administered
Aufl.	Auflage
AUM	Assets Under Management
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
Begr.	Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht
BR-Drs.	Bundesratsdrucksache
BRRD	Bank Recovery and Resolution Directive
bspw.	beispielsweise
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BVerwGE	Entscheidungssammlung des Bundesverwaltungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAD	Capital Adequacy Directive
CB	Compliance Berater
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CEBS	Committee of European Banking Supervisors
CESR	Committee of European Securities Regulators
CMG	Clearing Margin Given
CMH	Client Money Held
COH	Client Orders Handled
CRD	Capital Requirements Directive

CRR	Capital Requirements Regulation
d. h.	das heißt
DB	Der Betrieb
ders.	derselbe
DTF	Daily Trading Flow
EBA	European Banking Authority
EBI	European Banking Institute
ECFR	European Company and Financial Law Review
EG	Europäische Gemeinschaft
EMIR	Marktinfrastrukturverordnung
ESG	Environmental, Social and Governance
ESMA	European Securities and Markets Authority
et al.	und andere
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EV	Exposure Value
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
f./ff.	folgende
FOR	Fixed Overheads Requirement
FRBNY	Federal Reserve Bank of New York
FS	Festschrift
FSB	Financial Stability Board
gem.	gemäß
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GroMiKV	Großkredit- und Millionenkreditverordnung
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
i. S. d./i. S. v.	im Sinne des/im Sinne von
ICAAP	Internal Capital Adequacy Assessment Process
ICARAP	Internal Capital Adequacy and Risk Assessment Process
IFD	Investment Firms Directive
IFR	Investment Firms Regulation
ILAAP	Internal Liquidity Adequacy Assessment Process
IMF	International Monetary Fund
InsO	Insolvenzordnung
InstVergV	Institutsvergütungsverordnung
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ISD	Investment Services Directive
IT	Informationstechnik
JurisPR-BKR	Juris PraxisReport Bank- und Kapitalmarktrecht
JZ	JuristenZeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KWG	Kreditwesengesetz
LCR	Liquidity Coverage Ratio
LCR-VO	LCR-Verordnung

LG	Landgericht
LiqV	(Deutsche) Liquiditätsverordnung
m.a.W.	mit anderen Worten
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MaComp	Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion
MAR	Market Abuse Regulation
MaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II
MiFID II-DelVO	Durchführungsverordnung zur MiFID II
MiFID-DurchführungsRL	Durchführungsrichtlinie zur MiFID
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarde(n)
MTF	Multilateral Trading Facility
NBER	National Bureau of Economic Research
NCR	Net Capital Rule
NPR	Net Position Risk
Nr.	Nummer
NSFR	Net Stable Funding Ratio
o.Ä.	oder Ähnliches
OFR	Own funds requirement of exposures
OFRE	Own funds requirement for the excess
OTC	Over-the-counter
OTF	Organised Trading Facility
PolG BW	Polizeigesetz des Landes Baden-Württemberg
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RechKredV	Kreditinstituts-Rechnungslegungsverordnung
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
Rn.	Randnummer(n)
RtC	Risk to Client
RtF	Risk to Firm
RtM	Risk to Market
RTS	Regulatory Technical Standards
S.	Seite(n)
s. o.	siehe oben
s. u.	siehe unten
SAG	Sanierungs- und Abwicklungsgesetz
SE	Societas Europaea
SEAG	SE-Ausführungsgesetz
SEC	United States Securities and Exchange Commission
sog.	sogenannt(e/r)
SRM-VO	Verordnung über den einheitlichen Abwicklungsmechanismus
SSM-VO	Verordnung über den einheitlichen Aufsichtsmechanismus
TCD	Trading Counterparty Default
UAbs.	Unterabsatz
USD	US-Dollar

WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpG	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpI-AnzV	Wertpapierinstituts-Anzeigenverordnung
WpIG	Wertpapierinstitutsgesetz
WpI-InhKontrollV	Wertpapierinstituts-Inhaberkontrollverordnung
WpI-PrüfbV	Wertpapierinstituts-Prüfungsberichtsverordnung
WpIVergV	Wertpapierinstituts-Vergütungsverordnung
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfpW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZKredW	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen



# Einführung

## A. Überblick

Die Regulierung von Finanzdienstleistern stand nach der Finanzkrise in den Jahren 2007 und 2008 lange Zeit im Fokus der Öffentlichkeit und war Gegenstand beträchtlicher gesetzgeberischer Aktivität. Die in diesem Zusammenhang erlassenen Bestimmungen beschrieb Peter O. Mülbert wegen ihrer großen Zahl als „Regulierungstsunami“, der das europäische Finanzaufsichtsrecht überschwemmte.<sup>1</sup> Der Trend zu einer immer umfangreicheren Regulierung von Finanzdienstleistern scheint inzwischen nachgelassen zu haben. Zahlreiche Gesetzgebungsvorhaben auf europäischer Ebene betonen mittlerweile verstärkt den Proportionalitätsgedanken. Dementsprechend hat im Zuge der sogenannten REFIT-Initiative der Europäischen Kommission<sup>2</sup> auch im Finanzaufsichtsrecht das Bestreben eingesetzt, Finanzdienstleister mit weniger risikoreichen Geschäftsmodellen zu entlasten. Das betrifft insbesondere kleinere und weniger komplexe Kreditinstitute.<sup>3</sup> Nach Auffassung der Europäischen Kommission ist aber auch die Neuausrichtung der aufsichtsrechtlichen Bestimmungen für Wertpapierfirmen ein zentraler Baustein zur Stärkung der europäischen Kapitalmärkte.<sup>4</sup>

Wertpapierfirmen bieten ihren Kunden unterschiedliche Dienstleistungen an, die den Handel mit Finanzinstrumenten an den Kapitalmärkten betreffen.<sup>5</sup> Als Finanzintermediäre erschließen Wertpapierfirmen große Anlegerkreise, eröffnen Kapitalgebern und -nehmern einen Marktzugang und ermöglichen bzw. erleichtern

---

<sup>1</sup> Mülbert, ZHR 176 (2012), 369 (369); s. dazu auch unten, § 2, sub. B. II.

<sup>2</sup> Regulatory Fitness and Performance Programme; diese Initiative dient dazu, die europäische Gesetzgebung zu evaluieren und zu verschlanken, um einfache, verhältnismäßige und effiziente Gesetze zu gewährleisten, vgl. Europäische Kommission, Review of the Prudential Framework for Investment Firms, SWD (2017) 481 final, S. 1, dort Fn. 1.

<sup>3</sup> Vgl. zum europäischen Bankenpaket Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 2019, S. 31 ff.; BaFin, Jahresbericht 2021, S. 20; eingehend auch zum deutschen Alternativvorschlag einer „Small Banking Box“ Waschbusch/Reinstädler/Burr/Becker, WM 2022, 101 (103 ff.).

<sup>4</sup> Europäische Kommission, Entwurf der IFR, COM (2017) 790 final, S. 1 f.; Europäische Kommission, Review of the Prudential Framework for Investment Firms, SWD (2017) 481 final, S. 1.

<sup>5</sup> Eingehend zum Begriff der Wertpapierfirma und zu den Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten unten, § 1.

so den Handel an den Kapitalmärkten.<sup>6</sup> Gut funktionierende Kapitalmärkte spielen in modernen Volkswirtschaften als Alternative zur bankbasierten Kreditfinanzierung eine elementare Rolle für die Unternehmensfinanzierung und die private Vermögensbildung.<sup>7</sup> Die wesentliche Funktion der Kapitalmärkte besteht darin, überschüssiges Kapital bei Anlegern zu mobilisieren und an Wirtschaftssubjekte zu vermitteln, die es für die Deckung ihres Finanzierungsbedarfs benötigen (sog. Allokationsfunktion).<sup>8</sup> Dabei müssen die unterschiedlichen Bedürfnisse beider Seiten – im Hinblick auf die Dauer der Kapitalüberlassung, etwaige Kontroll- und Mitspracherechte der Kapitalgeber und die Verteilung von Risiken – zum Ausgleich gebracht werden.<sup>9</sup> Dieser Ausgleich ist für die Marktteilnehmer mit Transaktionskosten verbunden, insbesondere weil sie für ihre Investitions- und Finanzierungsentscheidungen zahlreiche Informationen beschaffen und auswerten müssen.<sup>10</sup> Wertpapierfirmen übernehmen diese Informationsbeschaffung und -auswertung für ihre Kunden und führen Aufträge aus, die den Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zum Gegenstand haben. Die ökonomische Bedeutung von Wertpapierfirmen ergibt sich damit aus dem Beitrag, den diese Unternehmen und die von ihnen erbrachten Dienstleistungen zu einer effizienten<sup>11</sup> Kapitalallokation durch die Kapitalmärkte leisten.<sup>12</sup>

---

<sup>6</sup> Europäische Kommission, Entwurf der IFR, COM (2017) 790 final, S. 2; *Barr/Jackson/Tahyar*, Financial Regulation, S. 8 ff.; *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 6 f.; *Fest*, Zwecke, Ansätze und Effizienz der Regulierung von Banken, S. 123, 138 ff.; *Freixas/Rochet*, Microeconomics of Banking, S. 15; *Grundmann*, in: Grundmann, Bankvertragsrecht Band 2, Fünfter Teil Rn. 7, 25; *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.68; *Allen/Santomero*, 21 Journal of Banking and Finance (1998), 1461 (1462 ff.); *Paccos*, 20 International Review of Law and Economics (2000), 479 (480 f.).

<sup>7</sup> *Grundmann*, in: Grundmann, Bankvertragsrecht Band 1, Erster Teil Rn. 7 ff.; *Kumpan*, Die Regulierung außerbörslicher Wertpapierhandelssysteme, S. 30 ff.

<sup>8</sup> Dazu *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 77 ff.; *Barr/Jackson/Tahyar*, Financial Regulation, S. 6 ff.; *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 4 ff.; *Cranston et al.*, Principles of Banking Law, S. 6 f.; *Köhler*, in: Schwintowski, Bankrecht, Kap. 6 Rn. 2 ff.

<sup>9</sup> *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 4; *Freixas/Rochet*, Microeconomics of Banking, S. 15 ff.; *Kumpan*, Die Regulierung außerbörslicher Wertpapierhandelssysteme, S. 32 f.; *Allen/Santomero*, 21 Journal of Banking and Finance (1998), 1461 (1462 ff.).

<sup>10</sup> Vgl. *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, S. 88 ff.; *Fest*, Zwecke, Ansätze und Effizienz der Regulierung von Banken, S. 128 f.; *Grundmann*, in: Grundmann, Bankvertragsrecht Band 2, Fünfter Teil Rn. 14 ff.; *Allen/Santomero*, 21 Journal of Banking and Finance (1998), 1461 (1462 ff.); s. zum Begriff der Transaktionskosten *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, S. 59 ff., 91 ff.; *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 78 ff.

<sup>11</sup> Effizienz wird üblicherweise nach dem sog. Paretokriterium beurteilt: Ein (pareto-)effizienter Zustand liegt vor, wenn keine Besserstellung eines Wirtschaftssubjekts ohne Schlechterstellung eines anderen möglich ist, dazu *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, S. 48 f.; *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 13 ff.

<sup>12</sup> Europäische Kommission, Entwurf der IFR, COM (2017) 790 final, S. 2.

## B. Die Regulierung von Wertpapierfirmen

### I. Prudentielle Regulierung und Marktverhaltensregulierung

Die Tätigkeit von Wertpapierfirmen steigert zwar einerseits die Kapitalmarkteffizienz, birgt aber andererseits auch Risiken für Kunden und Märkte, die sich aus einer nicht sachgerechten Dienstleistungserbringung oder der möglichen Insolvenz von Wertpapierfirmen ergeben können.<sup>13</sup> Für Wertpapierfirmen gelten deshalb weitreichende aufsichtsrechtliche Anforderungen, die sich grob in zwei Bereiche einteilen lassen: die Marktverhaltensregulierung (*market conduct regulation*) und die prudentielle Regulierung (*prudential regulation*).<sup>14</sup>

Unter dem Begriff der Marktverhaltensregulierung werden Bestimmungen zusammengefasst, die mit dem Ziel des Funktions- und Anlegerschutzes den Kern der Tätigkeit von Wertpapierfirmen betreffen: die Dienstleistungserbringung ihren Kunden gegenüber.<sup>15</sup> Zu diesen Bestimmungen gehören neben Zulassungsvoraussetzungen vor allem transaktionsbezogene Wohlverhaltens- und Interessenwahrungspflichten, die durch Anforderungen an die interne Organisation flankiert werden.<sup>16</sup> Die beiden zentralen Rechtsquellen in diesem Bereich sind die zweite Finanzmarkttrichtlinie (MiFID II)<sup>17</sup> und die Finanzmarktverordnung (MiFIR).<sup>18</sup>

---

<sup>13</sup> Zu den von Wertpapierfirmen ausgehenden Risiken unten, § 4.

<sup>14</sup> Zu dieser Zweiteilung *Avgerinos*, *Investment Services*, S. 18 ff.; *Bliesener*, *Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel*, S. 88 ff.; *Ferrarini*, in: *Ferrarini*, *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms*, S. 1 (4 f.); *Goodhart et al.*, *Financial Regulation*, Kap. 1, sub B. (ii); *Moloney*, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, S. 5, 348 f.; *Binder*, *ZGR* 2015, 667 (688 f.); *Llewellyn*, *FSA Occasional Papers in Financial Regulation* April 1999, S. 10.

<sup>15</sup> *Bliesener*, *Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel*, S. 90 f.; *Colaert*, in: *Busch/Avgouleas/Ferrarini*, *Capital Markets Union in Europe*, Rn. 16.27 ff.; *Dragomir*, *European Prudential Banking Regulation and Supervision*, S. 120; *Goodhart et al.*, *Financial Regulation*, Kap. 1, sub B. (ii); *Kumpan*, *Die Regulierung außerbörslicher Wertpapierhandelsysteme*, S. 47 ff.; *Moloney*, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, S. 5, 348 f.; *Tuch*, in: *Moloney/Ferran/Payne*, *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, S. 538 (538 ff.); *Allen/Herring*, *Wharton School Center for Financial Institutions Working Paper* No. 01–29 (2001), S. 2, 22 ff.; *Llewellyn*, *FSA Occasional Papers in Financial Regulation* April 1999, S. 11; *Paccos*, *20 International Review of Law and Economics* (2000), 479 (481).

<sup>16</sup> *Binder*, in: *Grundmann*, *Bankvertragsrecht* Band 2, Siebenter Teil Rn. 8; *Bliesener*, *Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel*, S. 1 f., 90; *Colaert*, in: *Busch/Avgouleas/Ferrarini*, *Capital Markets Union in Europe*, Rn. 16.27 ff.; *Moloney*, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, S. 349; dazu unten, § 8, sub B.

<sup>17</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (ABl. EU 2014 Nr. L 173, S. 349) (Markets in Financial Instruments Directive II).

<sup>18</sup> Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (ABl. EU 2014 Nr. L 173, S. 84) (Markets in Financial Instruments Regulation).

Demgegenüber dient die prudentielle Regulierung dem Schutz der Anleger und der Stabilität des Finanzsystems vor den Konsequenzen, die sich aus der finanziellen Schieflage eines Finanzintermediärs ergeben können.<sup>19</sup> Die prudentielle Regulierung sieht in erster Linie präventive Maßnahmen vor, die die Sicherheit und Solidität von Finanzintermediären (*safety and soundness*) erhöhen und dazu beitragen sollen, die Wahrscheinlichkeit und die möglichen Konsequenzen eines Ausfalls zu verringern.<sup>20</sup>

## II. Die Neuausrichtung des prudentiellen Regulierungsrahmens

Die prudentielle Regulierung von Wertpapierfirmen beruhte bislang auf der Eigenkapitalrichtlinie (CRD)<sup>21</sup> und der Eigenkapitalverordnung (CRR)<sup>22</sup>. Wertpapierfirmen fielen damit in den Anwendungsbereich der bankaufsichtsrechtlichen Bestimmungen, die auf Kreditinstitute zugeschnitten und entsprechend kalibriert sind. Die Entscheidung für eine weitgehende Gleichbehandlung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen war bereits im Jahr 1993 mit Erlass der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (ISD)<sup>23</sup> und der Kapitaladäquanzrichtlinie (CAD)<sup>24</sup> gefallen. Diese beiden Rechtsakte läuteten die Harmonisierung der aufsichtsrechtlichen Erfassung von Wertpapierfirmen auf europäischer Ebene ein. Der durch sie be-

---

<sup>19</sup> *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 128 ff.; *Cranston et al.*, Principles of Banking Law, S. 28; *Dragomir*, European Prudential Banking Regulation and Supervision, S. 114 ff.; *Ferrarini*, in: *Ferrarini*, Prudential Regulation of Banks and Securities Firms, S. 1 (4); *Goodhart et al.*, Financial Regulation, Kap. 1, sub B. (ii); *Allen/Herring*, Wharton School Center for Financial Institutions Working Paper No. 01–29 (2001), S. 1; *Buttigieg/Consiglio/Sapiano*, ECFR 2020, 437 (439); *Llewellyn*, FSA Occasional Papers in Financial Regulation April 1999, S. 9.

<sup>20</sup> *Bliesener*, Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel, S. 89; *Ferrarini*, in: *Ferrarini*, Prudential Regulation of Banks and Securities Firms, S. 1 (4); *Goodhart et al.*, Financial Regulation, Kap. 1, sub B. (ii); *Haentjens/de Gioia-Carabellese*, European Banking and Financial Law, S. 125; *Moloney*, EU Securities and Financial Markets Regulation, S. 2; *Buttigieg/Consiglio/Sapiano*, ECFR 2020, 437 (445).

<sup>21</sup> Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG (ABl. EU 2013 Nr. L 176, S. 338) (Capital Requirements Directive).

<sup>22</sup> Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012 (ABl. EU 2013 Nr. L 176, S. 1) (Capital Requirements Regulation).

<sup>23</sup> Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen (ABl. EG 1993 Nr. L 141, S. 27) (Investment Services Directive).

<sup>24</sup> Richtlinie 93/6/EWG des Rates vom 15. März 1993 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten (ABl. EG 1993 Nr. L 141, S. 1) (Capital Adequacy Directive).

gründete regulatorische Gleichlauf wurde danach jahrzehntelang nicht grundsätzlich infrage gestellt. Im Rahmen einer Evaluation der bankaufsichtsrechtlichen Bestimmungen kam die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) schließlich im Jahr 2015 zu dem Ergebnis, dass wegen der unterschiedlichen Geschäftsmodelle und Risikoprofile von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen ein eigenständiger Ansatz für die prudentielle Regulierung von Wertpapierfirmen erforderlich sei.<sup>25</sup>

Aufbauend auf umfangreiche Vorarbeiten der EBA trat am 26. Juni 2021 schließlich der neue prudentielle Regulierungsrahmen für Wertpapierfirmen in Kraft. Er besteht auf europäischer Ebene aus der Wertpapierfirmenrichtlinie (IFD)<sup>26</sup> und der Wertpapierfirmenverordnung (IFR)<sup>27</sup>. Entsprechend dem sogenannten Lamfalussy-Verfahren werden die IFD und IFR außerdem durch zahlreiche Delegierte Rechtsakte (Ebene 2) und Leitlinien der EBA<sup>28</sup> (Ebene 3) weiter ausdifferenziert.<sup>29</sup> Die Umsetzung der IFD in deutsches Recht erfolgt im Wesentlichen durch das neu geschaffene Wertpapierinstitutsgesetz (WpIG)<sup>30</sup>. Die Bestimmungen der MiFID II und MiFIR bleiben im Wesentlichen auch künftig für alle Wertpapierfirmen anwendbar.<sup>31</sup>

### C. Fragestellung

Die Forderung nach einem eigenständigen Ansatz für die prudentielle Regulierung von Wertpapierfirmen wirft die Frage auf, wie sich die Geschäftsmodelle und Risikoprofile von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten unterscheiden und welche Konsequenzen diese Unterschiede für die prudentielle Regulierung von Wertpapierfirmen haben (müssen). Prudentielle Regulierung ist mit erheblichen

---

<sup>25</sup> EBA, Report on Investment Firms, EBA/Op/2015/20, S. 9.

<sup>26</sup> Richtlinie (EU) 2019/2034 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über die Beaufsichtigung von Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinien 2002/87/EG, 2009/65/EG, 2011/61/EU, 2013/36/EU, 2014/59/EU und 2014/65/EU (ABl. EU 2019 Nr. L 314, S. 64) (Investment Firms Directive).

<sup>27</sup> Verordnung (EU) 2019/2033 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über Aufsichtsanforderungen an Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010, (EU) Nr. 575/2013, (EU) Nr. 600/2014 und (EU) Nr. 806/2014 (ABl. EU 2019 Nr. L 314, S. 1) (Investment Firms Regulation).

<sup>28</sup> Teils im Zusammenwirken mit der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA), vgl. etwa EBA/ESMA, Joint Guidelines on common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP) under Directive (EU) 2019/2034, EBA/GL/2022/09.

<sup>29</sup> Maßnahmen der Ebenen 2 und 3 werden aufgrund ihrer großen Zahl an der jeweils relevanten Stelle eingeführt; eingehend zum Lamfalussy-Verfahren *Bergström*, in: *Bergström/Strand*, Legal Accountability, S. 1 (10 ff.); *Dragomir*, European Prudential Banking Regulation and Supervision, S. 105 ff.; *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.42 ff.; *Veil*, ZGR 2014, 544 (548 ff.).

<sup>30</sup> BGBl. I 2021, S. 990.

<sup>31</sup> *Behrens/Bauerfeind*, GWR 2019, 99 (99); *Schuster/Nemeczek*, ZBB 2021, 35 (37).