

I. Teil: Einführung

A. Finanzmarkt und Kapitalmarkt

Der Begriff „Finanzmarkt“ meint Institutionen und Verfahren für den Austausch von (nichtkörperlichem) Vermögen.¹ Nachfrager suchen liquide Mittel, Anbieter überlassen Vermögen gegen das Entstehen von schuldrechtlichen Ansprüchen. Die juristische Basis des Finanzmarkts ist daher das (jeweilige nationale) Schuldrecht: das Recht der Kreditverträge, der Versicherungsverträge, der Wertpapierverträge usw.

Als Nachfrager und als Anbieter, vor allem aber auch als „Vermittler“ zwischen Nachfragern und Anbietern, agieren „Finanzintermediäre“, also Unternehmen, die gewerbsmäßig Finanztransaktionen durchführen und Finanzdienstleistungen erbringen, etwa Banken, Versicherungsunternehmen oder Wertpapierhändler.² Finanzdienstleistungen sind vielfältig, der ordnungspolitisch sensibelste Kern besteht jedoch seit jeher im Anvertrauen fremden Vermögens. Darüber hinaus sind für jede moderne Volkswirtschaft Möglichkeiten von unbaren Vermögenstransfers sowie Möglichkeiten der Außenfinanzierung und der Risikoabsicherung unabdingbar. Die Gesetzgebung geht aus verschiedenen Gründen davon aus, dass die Anwendbarkeit der allgemeinen Regeln des Schuld- und Konsumentenschutzrechts sowie des Kartell- und Wettbewerbsrechts nicht ausreicht. Zur Sicherung zeitgemäßer wirtschaftlicher Verhältnisse, insb der Funktions- und Leistungsfähigkeit sowie der Stabilität und der Vorhersehbarkeit, wird es als erforderlich erachtet, derartige Transaktionen und die beteiligten Akteure einer besonderen „Regulierung“ durch öffentlich-rechtliche Verhaltensvorschriften und durch staatliche Beaufsichtigung zu unterwerfen. Diese besonderen Bestimmungen werden als **Finanzmarktaufsichtsrecht** bezeichnet.

Eine andere Schwerpunktsetzung kommt im Begriff Kapitalmarktrecht zum Ausdruck. Als **Kapitalmarktrecht** werden zumeist Regelungen für mittel- oder längerfristige Veranlagungen (aus der Sicht der „Anleger“, dh der Anbieter von Geld) bzw für mittel- oder längerfristige Finanzie-

¹ Die EB zu § 44c NBG (2438 BlgNR 24. GP) unterscheiden zwischen Unternehmen (der Finanzbranche) und Finanzmarktstrukturen: „Zum Finanzmarkt gehören die von der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) beaufsichtigten Unternehmen der Finanzbranche (§ 2 Z 7 Finanzkonglomeratengesetz – FKG, BGBl. I Nr. 70/2004) mit Sitz im Inland und Finanzmarktstrukturen“.

² Vgl LADLER, Finanzmarkt und institutionelle Finanzaufsicht in der EU (2014) 28 ff.

rungen (aus der Sicht der Nachfrager nach Geld) bezeichnet, wie dies etwa bei Anleihen und Aktien oder auch bei Lebensversicherungen und Pensionskassenverträgen gegeben ist.³ Der Begriff Kapitalmarktrecht wird bei dieser Betrachtungsweise jenem des „sonstigen Finanzmarktrechts“ gegenüber gestellt, womit andere gewerbsmäßig durchgeführte Vermögensdispositionen (zB Kredit, Bürgschaft, Sachversicherungen) gemeint sind. Unter der Bezeichnung Kapitalmarktrecht werden öffentlich-rechtliche und privatrechtliche, institutsorientierte und prozessorientierte Regelungen unter dem übergeordneten Gesichtspunkt der Anlegerinteressen oder der Nachfragerinteressen (zB Unternehmensfinanzierung) zusammenschauend behandelt.

B. Finanzintermediäre

Das hier behandelte Finanzmarktaufsichtsrecht hat das Recht der behördlichen Regulierung bestimmter **Finanzintermediäre** zum Gegenstand. Als Intermediäre werden Unternehmen bezeichnet, die eine vermittelnde Stellung einnehmen zwischen Personen, die Vermögen sicher und ertragreich veranlagt sehen wollen (Anleger), auf der einen Seite und Nachfragern nach Vermögen auf der anderen Seite. Ganz allgemein kann man daher unterscheiden zwischen dem Passivgeschäft von Finanzintermediären – dem Hereinnehmen fremder Vermögenswerte, insb von Geldvermögen – und ihrem Aktivgeschäft – dem Ausleihen oder Veranlagen.

In diesem allgemeinen Sinn sind nicht nur Banken (Kreditinstitute) als Finanzintermediäre zu sehen, wenn sie als Universalbanken sowohl Einlagen, insb Spareinlagen, hereinnehmen und Kredite vergeben, sondern zB auch Spezialkreditinstitute oder auch *investment firms*, die sich nicht durch Einlagen, sondern auf andere Weise „refinanzieren“, etwa durch Ausgabe von Schuldverschreibungen. Nicht zuletzt sind auch Versicherungsunternehmen und Pensionskassen als Finanzintermediäre zu sehen, da sie gegen das Versprechen künftiger Leistungen Prämienzahlungen hereinnehmen und das Vermögen veranlagen, wobei sie im Rahmen der Veranlagung nicht nur auf Streuung (Risiko) und Ertrag, sondern auch auf die jederzeitige Liquidität zur Erfüllung ihrer Leistungspflichten zu achten haben.

Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Finanzintermediäre ist in der mehrfachen Funktion der **Transformation**⁴ zu sehen: Auf Grund der Aggregation der hereingenommenen Mittel und der Aggregation der aus-

³ Vgl dazu KALSS/OPPITZ/ZOLLNER, Kapitalmarktrecht² (2015), insb § 1 Rz 9 ff und Rz 119 ff.

⁴ THIELE 117 ff.

gegebenen Mittel leisten sie insb eine sog „Losgrößentransformation“; beispielsweise ermöglichen zahlreiche kleine Spareinlagen die Begebung von Großkrediten. Weiters leisten sie eine „Fristentransformation“; beispielsweise treffen Einlagen und Ausleihungen mit unterschiedlichen Zeithorizonten aufeinander. Schließlich wird auch von einer „Risikotransformation“ gesprochen, einerseits in dem Sinn, dass die Streuung innerhalb der großen Zahl der Geschäftsfälle auch Ertragschancen durch risikantere Ausleihungen oder Veranlagungen ermöglicht, andererseits in dem Sinn, dass Risiken, die für den einzelnen Kunden belastend sein können, vom Institut aufgrund der Streuung leichter verkraftet werden können.

Insb im Hinblick auf Kreditinstitute und Versicherungsunternehmen ist von „volkswirtschaftlichen Schlüsselbranchen“ die Rede. Für moderne Volkswirtschaften sind zum einen sichere Möglichkeiten der Einlage von Geldvermögen, Möglichkeiten der Erlangung von Fremdkapital sowie Leistungen im Bereich des bargeldlosen Zahlungsverkehrs zu unabdingbaren Funktionsvoraussetzungen geworden. Zum anderen ist aber auch die verlässliche Vorsorge für Risiken aller Art, die nach dem Gesetz der großen Zahl kalkuliert wird, nicht mehr wegzudenken.

Das Finanzmarktaufsichtsrecht und die wissenschaftliche Behandlung dieses Gebiets konnten sich lange Zeit darauf beschränken, dass durch entsprechende regulatorische Rahmenbedingungen dafür gesorgt ist, dass das Ertragsstreben der Unternehmen aus eigenem zur Gewährleistung dieser volkswirtschaftlich bedeutenden Funktionen führt. Die fortschreitende Akkumulation von Kapital, das heute praktisch grenzenlos mobil ist und auf die kurzfristige Realisierung maximaler Erträge abzielt, wobei Totalausfälle durchaus in Kauf genommen werden, hat zum Ende der paternalistischen Ära des Finanzmarktaufsichtsrechts geführt. Das primäre Regelungsobjekt des aktuellen Finanzmarktaufsichtsrechts ist nicht die regional verwurzelte traditionelle „Hausbank“, sondern die wie auch immer organisierte Kapitalakkumulation, deren Ausfall die Volkswirtschaft gefährdet. In der rezenten Regelungsflut auf europäischer und nationaler Ebene ist der schon überwunden geglaubte Aspekt der **Gefahrenabwehr** wieder in den Vordergrund getreten.

Jede Reglementierung löst in komplexen Systemen sekundäre Effekte aus, die als solche auch nachteilige Folgen für die Volkswirtschaft bewirken können: Kreditvergaben werden betriebswirtschaftlich unattraktiv, Investitionen in Großprojekte verlieren an Interesse, Einlagen und Veranlagungen sind durch „Negativzinsen“ bedroht, private Altersvorsorge wird „unrentierlich“, wenn nicht überhaupt „unsicher“. Die europäische Rechtssetzungsmaschinerie wird zum „Zauberlehrling“: Spezielle und spezielleste Regelungen sollen aktuell derartigen sekundären Effekten entgegenwirken.

Diese Entwicklungen stehen wiederum in einem Spannungsverhältnis zu den beiden **grundlegenden Prinzipien** des heute unionsrechtlich geprägten Finanzmarktaufsichtsrechts:

- Der europäische Finanzinstitute-Binnenmarkt: Ein einmal zugelassenes Institut soll ohne Rücksicht auf nationale Grenzen im gesamten EWR tätig werden können. Die Volkswirtschaften, in denen die Finanzintermediäre Dienstleistungen erbringen, sind jedoch nicht harmonisierte, nationale Volkswirtschaften. Spezielle Regelungen, die im Kontext einer Volkswirtschaft günstig sind, können im Kontext einer anderen Volkswirtschaft ungünstige Effekte haben.
- Transparenz statt Produktkontrolle: Finanzielle Geschäftsmodelle („Produkte“) werden frei von behördlichen Zulassungen von den Finanzintermediären entwickelt und müssen sich auf dem Markt der informierten Anleger bewähren. Gefahrenabwehr – sei dies für einzelne Anleger oder Anleger, sei dies für die Volkswirtschaft (das Finanzsystem) insgesamt – impliziert jedoch die Wiedereinführung von Möglichkeiten einer behördlichen Produktintervention.⁵

C. Finanzmarktaufsichtsrecht als Wirtschaftsaufsichtsrecht

Im Rahmen des öffentlich-rechtlichen Wirtschaftsrechts wird im deutschsprachigen Raum traditionell unterschieden zwischen

- dem elementaren Wirtschaftspolizeirecht, wie es sich vor allem in Gewerberecht findet,
- dem Wirtschaftsaufsichtsrecht, das durch intensivere staatliche Beaufsichtigung der Unternehmen im Interesse der Sicherung der dauerhaften Funktionsfähigkeit geprägt ist, und
- dem Wirtschaftslenkungsrecht, in dessen Rahmen, beispielsweise im Agrarmarktrecht, staatliche Stellen unternehmerische Entscheidungen zB über Menge und Preis von Waren und Leistungen vorherbestimmen.

Wirtschaftsaufsichtsrecht umfasst Bestimmungen

- über die Zulassung von Unternehmen (Unternehmensträgern)
- über die sie treffenden Verhaltenspflichten und die korrespondierende laufende und präventive Beaufsichtigung durch die zuständige Aufsichtsbehörde sowie
- über verwaltungsbehördliche Maßnahmen zur Abstellung von Gefahren und/oder von rechtswidrigen Zuständen (repressive Aufsicht).

⁵ KALSS/OPPITZ/ZOLLNER § 2 Rz 104 ff.

Für Regelungen im Bereich des Wirtschaftsaufsichtsrechts ist es charakteristisch, dass sie nicht nur und nicht in erster Linie der (verwaltungspolizeilichen) Gefahrenabwehr dienen, sondern auf Funktionsschutz abzielen, dh auf die Sicherstellung der dauerhaften Wahrnehmung der Funktionen des Beaufsichtigten. Die Geschäftstätigkeit des Beaufsichtigten soll sich als nachhaltig sicher darstellen. Diesen Aufsichtszielen korrespondieren Informationsrechte und Eingriffsbefugnisse der Aufsichtsbehörde, die weit über das aus dem Gewerberecht Geläufige hinausgehen. Die Eingriffsintensität dieser Regelungen ist in grundrechtlicher Hinsicht vom Grundsatz her durch das öffentliche Interesse an der Gewährleistung der Funktionsfähigkeit der volkswirtschaftlichen „Schlüsselbranchen“ gerechtfertigt.

Dieser Funktionsschutz dient der Sicherung der nachhaltigen Funktionsfähigkeit der Institute. Im Effekt wirkt er damit auch zugunsten der Einleger und Anleger. Wirtschaftsaufsichtsrecht zielt jedoch nicht – nach Art eines Konsumentenschutzes – auf den Individualrechtsschutz der Einleger und Anleger ab; es beinhaltet also grundsätzlich keine „Schutznormen“ im zivilrechtlichen Sinn. Im großen Feld der einschlägigen Vorschriften begründen spezielle Regelungen, etwa der Einleger- und der Anlegerentschädigung, subjektive Rechte der Betroffenen. Diese sind jedoch vor den Gerichten und grundsätzlich nicht vor der jeweiligen Aufsichtsbehörde durchzusetzen.

Finanzmarktaufsichtsrecht ist jener Teilbereich des Wirtschaftsaufsichtsrechts, der den Geschäftsbetrieb von Finanzintermediären zum Gegenstand hat. Konkret geht es im österreichischen Recht um Unternehmen, deren Geschäftsbetrieb in den in § 2 FMABG genannten Rechtsvorschriften geregelt ist, wie insb Kreditinstitute (Banken), Sparkassen, Verwaltungsgesellschaften (Investmentfonds), Zahlungsinstitute, Versicherungsunternehmen, Wertpapierfirmen, Pensionskassen uam. Sie alle unterliegen dem Erfordernis der behördlichen Zulassung (Konzession), verschiedenen Verhaltenspflichten und detaillierten Aufsichtsregeln. Für alle diese Gesetze ist es charakteristisch, dass sie auf die eine oder andere Weise vor allem auf das „volkswirtschaftliche Interesse an einem funktionsfähigen Finanzmarktwesen“ als übergeordnetes Regelungs- und Aufsichtsinteresse Bezug nehmen.

Bei den Unternehmensträgern handelt es sich kraft gesetzlicher Anordnung häufig um **Kapitalgesellschaften**; die Zeit der Privatbankiers ist vorbei. Grundsätzlich kommt damit das allgemeine europäische und österreichische Gesellschaftsrecht zur Anwendung. Mit der zunehmenden Maßgeblichkeit unionsrechtlicher Vorschriften für das Finanzmarktaufsichtsrecht gewinnt auch der Umstand Bedeutung, dass das Unionsrecht

auf einem bestimmten Modell, dem sogenannten „monistischen System“ (Board-System) aufbaut. Dies kann in Staaten, die wie Österreich, durch „dualistische Systeme“ (Unterscheidung von Geschäftsführung und Aufsichtsrat) geprägt sind, nicht frei von Friktionen implementiert werden. Zudem darf nicht übersehen werden, dass die hier einschlägigen Aufsichtsgesetze auch (zivilrechtliches) Sondergesellschaftsrecht beinhalten: Das SparkassenG regelt den Sparkassenverein, das VAG regelt den Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit; in beiden Fällen handelt es sich um juristische Personen des Privatrechts *sui generis*.

Neben diesen Unternehmen sind verschiedene weitere Unternehmen auf dem Finanzmarkt tätig, die grundsätzlich nicht der Beaufsichtigung durch die FMA unterliegen, zB Leasingunternehmen, Versicherungsvermittler, gewerbliche Vermögensberater oder Finanzanalysten.

Worin ist die Rechtfertigung für das besondere aufsichtsrechtliche Regime zu sehen? Die älteste Funktion von Banken, das Verleihen von Geld (die Kreditfunktion), würde für sich eine besondere Regulierung nicht rechtfertigen; das allgemeine Zivilrecht im Verein mit dem Gewerberecht sollte ebenso wie bei den Pfandleihern ausreichen. Anders ist das Anvertrauen von Geld zu sehen: Bei den Kreditinstituten die Einlagenfunktion, aber auch das Anvertrauen für Zahlungen (insb Girofunktion) und für andere Zwecke, bei Versicherungsunternehmen und Pensionskassen die Entrichtung von Prämien in der Erwartung künftiger Geldleistungen. Es besteht ein besonderes öffentliches Interesse daran, dass dem Publikum in diesen Bereichen solide und verlässliche Dienstleister dauerhaft zur Verfügung stehen.

Es ist erforderlich, diese Zielsetzung präzise zu bestimmen. Verschiedentlich wird angenommen, dass sich der wirtschaftliche Verkehr in Vermögensangelegenheiten in besonderer Weise auf die Erbringung der jeweils zugesagten Leistungen verlassen können muss. Näher besehen ist darin allerdings keine Besonderheit der Finanzmärkte zu sehen. Dies auch dann nicht, wenn man in Rechnung stellt, dass Finanzintermediäre mit den hereingenommenen Geldern „arbeiten“ und daher dem Risiko, nicht auszahlen zu können, ausgesetzt sind, denn auch das gilt für viele Nicht-Finanzbereiche. Tatsächlich ist die Gewährleistung, dass zugesagte Leistungen wirklich erbracht werden, keine Aufgabe der Finanzmarktaufsichtsbehörden und könnte von staatlichen Behörden – gleichsam als Garanten letzter Instanz – gar nicht erbracht werden. Wohl aber haben Aufsichtsbehörden darauf hinzuwirken, dass die Organisation und der Geschäftsbetrieb der beaufsichtigten Unternehmen von solcher Art sind, dass nach menschlichem Ermessen mit einem nachhaltigen Betrieb gerechnet werden kann.