

Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht

Gliederung

I. Einleitung	1
II. Bisherige Entwicklung des Kapitalmarktrechts in der EU	3
1. Kapitalverkehrsliberalisierung	3
2. Konzepte der Rechtsangleichung	4
a) Vollrechtsharmonisierung	4
b) Europäische Börse und europäische Börsenaufsicht	5
c) Konzept der Mindestharmonisierung und gegenseitigen Anerkennung	6
3. Rechtsgrundlagen für die Angleichung	7
III. Weitere an einem gemeinsamen Kapitalmarkt mitarbeitende Institutionen	8
1. Verantwortlichkeit der Kommission	8
2. Der Kontakt- und der Wertpapierausschuß bei der EU-Kommission	9
3. Rechtsvereinheitlichung durch privatrechtliche Organisationen	11
a) International Organization of Securities Commissions	12
b) Forum of European Securities Commissions	15
c) Federation of European Stock Exchanges	16
IV. Gegenwärtige europäische Börsenaufsicht	17
1. Richtlinien zur Entwicklung eines europäischen Börsenrechts	17
2. Ziele der Richtlinien	19
3. Regelungsinhalt ausgewählter Richtlinien	21
a) Wertpapierdienstleistungsrichtlinie	21
aa) Vorschriften über Wertpapierfirmen	22
bb) Der Begriff des geregelten Marktes	26
b) Kapitaladäquanzrichtlinie	32
4. Aufbau der nationalen Aufsichtsbehörden und Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden	35

a) Vorgabe des europäischen Gesetzgebers zum Aufbau der nationalen Aufsichtsstellen	35
b) Die internationale Zusammenarbeit der Aufsichtsstellen.....	36
aa) Kooperationsvorschriften im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG).....	36
bb) Internationale Zusammenarbeit der Handelsüberwachungsstellen	38
cc) Zusammenarbeit der Zulassungsstellen.....	39
c) Ermittlungs- und Sanktionsbefugnisse bei grenzüberschreitenden Sachverhalten	39
5. Zusammenfassung	40
V. Europäische Börsenprojekte und deren rechtliche Beurteilung	40
1. EURO.NM	40
2. EASDAQ	42
3. Eurolist.....	43
4. Eurex.....	45
5. Anschluß der Börse Wien an Frankfurt durch das elektronische Handelssystem Xetra ...	47
6. Perspektiven in der Entwicklung der Kapitalmärkte.....	47
VI. Problemstellungen im gegenwärtigen EU-Börsenrecht	50
1. Konzeptlosigkeit des europäischen Kapitalmarktrechts.....	50
2. Mangelnde Implementationskontrolle.....	51
3. Europäische Börsenzulassung für Wertpapiere	53
4. Wettbewerbsneutrale Umsetzung von Richtlinien	54
5. Börsenzwang in den Richtlinien.....	54
6. Überregulierung des europäischen Börsen- und Kapitalmarktrechts.....	55
7. Das Verhältnis zu Drittstaaten.....	57
8. Zentralisierung der europäischen Börsen- und Kapitalmarktaufsicht ?.....	58
a) Vorschläge zur Zentralisierung der Aufsicht	59
b) Rechtliche Möglichkeiten zur Zentralisierung der Börsen- und Kapitalmarktaufsicht auf ein EU-Organ.....	63
aa) Kompetenz zur Einrichtung einer zentralen Börsenaufsicht	64
bb) Subsidiaritätsprinzip	66
IX. Zusammenfassung und Ergebnis	70

Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht

Carsten Hoppmann *

I. Einleitung

Die Fragen nach den europarechtlichen Entwicklungen im Börsenrecht und einer eventuell einzurichtenden europäischen Börsenaufsicht stellen sich nur bei Bestehen eines europäisch dimensionierten Kapitalmarktes. Ursprünglich war ein solcher in den Vorschriften des EWGV (Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, heute EGV) nicht vorgesehen; sein Entstehen wurde nur mittelbar vorausgesetzt. Die Herausbildung eines einheitlichen europäischen Binnenmarktes setze einen integrierten Kapitalmarkt voraus. Die Freizügigkeit für Arbeitnehmer, Waren und Dienstleistungen werde nicht zu einer Verwirklichung eines Gemeinsamen Marktes führen, wenn nicht auch die Freiheit des Kapitals durch die Vorschriften des EWGV geschützt würde. Der 1986 eingeführte Art. 8 a EWGV¹, der vorsah, daß die Gemeinschaft bis Ende 1992 die erforderlichen Maßnahmen trifft, um den Binnenmarkt zu verwirklichen, wobei dieser als Raum ohne Binnengrenzen definiert wird, in dem der freie Verkehr von Waren, Personen, Dienstleistungen und Kapital gewährleistet wird, legte das Ziel eines europäischen Kapitalmarktes vertraglich fest².

Ein einheitlicher europäischer Kapitalmarkt hat für die Volkswirtschaften der EU-Mitgliedstaaten ökonomische Vorteile. Nur er schafft den Rahmen für eine gemeinschaftsweite effiziente Kapitalallokation und gewährleistet, daß die Gemeinschaft die ihr übertragenen wirtschafts- und gesellschaftspolitischen Aufgaben erfüllen kann. Für die Marktteilnehmer und Emittenten sinken die Transaktionskosten; ihnen steht ein größerer und mit viel Liquidität

* Doktorand am Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück.

¹ Art. 8 a EWGV wurde eingefügt durch Art. 13 der Einheitlichen Europäischen Akte vom 28.2.1986; Art. 8 a EWGV wurde 1992 in seinem Wortlaut geändert und entspricht heute Art. 7 a EGV.

² *Assmann*, ORDO 1993, S. 87 (87); *Gleske*, Die Elemente eines Europäischen Kapitalmarktes, in: Perspektiven für den Europäischen Bankenmarkt, hrsg. von Rehm, 1989, S. 187 (189 ff.) mwN; *Servais*, Ein europäischer Finanzraum, 1991, S. 9.

ausgestatteter Markt zur Verfügung. Dieser Markt kann auch eher im Wettbewerb mit den asiatischen und amerikanischen Kapitalmärkten bestehen und so außereuropäische Investoren und Emittenten anziehen. Bei der noch bestehenden Fragmentierung des europäischen Kapitalmarktes konnten diese Vorteile nicht vollständig genutzt werden. Die Tendenzen zu einem einheitlichen Kapitalmarkt sind aber in der EU, bedingt durch die Kapitalverkehrsliberalisierung, Rechtsangleichung mittels Richtlinien, eine einheitliche Währung³, die elektronische Vernetzung von Märkten und neuen, europaweit tätigen Börsen unverkennbar.

Mit grenzüberschreitenden Wertpapiertransaktionen stellt sich aber die Frage, wie diese beaufsichtigt werden sollen. Verschiedene Ereignisse, insbesondere auf den Warenterminmärkten, haben gezeigt, daß die Aufsicht eines Staates nicht in der Lage ist, die Wertpapiergeschäfte eines Handelsteilnehmers oder Investors, der auf mehreren Märkten aktiv ist, vollständig zu überwachen. Ohne einen Informationsaustausch zwischen den betroffenen Aufsichtsbehörden als Mindestmaß einer gemeinsamen Aufsicht können diese nicht die Informationen sammeln, die notwendig sind, um die Handelsaktivitäten zu beurteilen. Die Geschehnisse um die *Barings-Bank* oder *Sumitomo* haben aber gezeigt, daß eine solche Aufsicht notwendig ist, um Schaden von den Finanzmärkten fernzuhalten und so die globale wirtschaftliche Entwicklung nicht zu gefährden.

Zu Beginn sollen die kapitalmarktpolitischen Grundkonzepte in der EU vorgestellt werden. Es folgt danach ein Abschnitt über die Fortentwicklung des Börsenrechts durch die Kooperation von Aufsichtsbehörden und Börsen in internationalen Organisationen. Daran schließt sich eine Erläuterung der zur Zeit geltenden europarechtlichen Vorgaben für das Börsen- und Kapitalmarktrecht unter besonderer Berücksichtigung der für die internationale Zusammenarbeit aus deutscher Sicht zuständigen Stellen an. Abschließend werden die bestehenden europäischen Börsenprojekte untersucht und es wird diskutiert, welche

³ Zu den Auswirkungen einer einheitlichen Währung auf die Kapitalmärkte beispielhaft nur EU-Kommission Kom(97) 337; *Seifert*, EWWU: Ein weiterer „Meilenstein“ Auf dem Weg zu einem europäischen Börsensystem, in: Ein Markt - eine Währung, hrsg. von Rummel, 1995, S. 221 ff; *Storck*, in: FS für Büschgen, 1997, S. 439 (456 ff).

Problemstellungen in den gegenwärtigen europarechtlichen Vorgaben für die Kapitalmärkte bestehen.

II. Bisherige Entwicklung des Kapitalmarktrechts in der EU

Der europäische Gesetzgeber sah sich Anfang der 60er Jahre einer Vielzahl unterschiedlicher Regelungssysteme der Kapitalmärkte in den einzelnen Mitgliedstaaten gegenüber⁴. Ein Integrationskonzept⁵, das die Ziele und Zwecke eines europäischen Kapitalmarktes und Kapitalmarktrechts⁶ näher beschrieb, gab es nicht. Vielmehr sollte ein einheitlicher europäischer Kapitalmarkt auf zwei Säulen beruhen. Der Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft sah vor, die Beschränkungen des Kapitalverkehrs zu beseitigen sowie eine Rechtsvereinheitlichung der unterschiedlichen kapitalmarktrechtlichen Regelungen anzustreben.

1. Kapitalverkehrsliberalisierung

Die Kapitalverkehrsfreiheit ist notwendig, um das Ziel eines Gemeinsamen Marktes zu verwirklichen. Die Formulierung der bis zum 1.1.1994 geltenden Vorschrift des Art. 67 Abs. 1 EGV ließ das Ziel eines Gemeinsamen Marktes für Kapital aber nur in einem sehr langwierigen Prozeß erreichen. Die Vorschrift ging davon aus, daß Beschränkungen des Kapitalverkehrs nur aufzuheben seien, soweit es für das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes notwendig ist⁷. Erst durch die Einführung von Art. 73 b Abs. 1 EGV, der den Abbau aller Beschränkungen

⁴ Eine Zusammenfassung des Kapitalmarktrechts in den Mitgliedstaaten bei Gründung der EG liefert *Assmann* (Fußn. 2), S. 86 (88 ff) mwN.

⁵ Einen Überblick über die Kapitalmarkt Konzepte aus den Reihen der Literatur liefert *Grundmann*, ZSB 1996, S. 103 (103 f.) mwN.

⁶ Zur Begriffsdefinition des Kapitalmarktrechts *Deckert/von Riden*, EWS 1998, S. 46 (46 f) mit einer umfassenden Darstellung der verschiedenen Definitionsmöglichkeiten.

⁷ Zu den Folgen dieser Politik: *Gleske*, in FS für Groeben, 1987, S. 131 (132 ff).

fordert und im Gegensatz zu Art. 67 Abs. 1 EGV unmittelbar anwendbar ist⁸, erhielt die Kapitalverkehrsfreiheit das ihr zukommende Gewicht im EGV⁹.

2. Konzepte der Rechtsangleichung

Neben der Liberalisierung des Kapitalverkehrs mußte das Sekundärrecht Maßnahmen der Rechtsangleichung treffen. Die für die Rechtsangleichung maßgeblichen Harmonisierungskonzepte haben dabei im Laufe der Zeit gewechselt.

a) Vollrechtsharmonisierung

Ausgangspunkt der Entwicklung eines freien Kapitalverkehrs und damit auch der Börsenaufsicht in der EU waren die 1. und 2. Kapitalverkehrsrichtlinie von 1960 und 1962. Danach unterfielen der An- und Verkauf von börsennotierten Wertpapieren der unbeschränkten Liberalisierung. Die Emission von Wertpapieren ausländischer Emittenten unterfiel allerdings nur einer bedingten Liberalisierung, und so war es den Mitgliedstaaten gestattet, Beschränkungen einzuführen oder aufrechtzuerhalten, wenn dies die nationale Wirtschaftspolitik erforderte. Eine dritte Richtlinie, die noch bestehende Hindernisse im Bereich der Emission und Plazierung von Wertpapieren, der Börseneinführung und des Erwerbs von Effekten beseitigen sollte, scheiterte 1964 am politischen Widerstand in den Mitgliedstaaten¹⁰.

Zwei Jahre später versuchte dann der sog. *Segré-Bericht*¹¹, der Integration der Kapitalmärkte einen erneuten Auftrieb zu verleihen. Dieser Bericht einer Expertengruppe, die im Auftrag der EG-Kommission arbeitete, untersuchte das kapitalmarktpolitische Umfeld in der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft. Ein rechtspolitisches Grundkonzept mit konkreten

⁸ Grundmann (Fußn. 5), S. 103 (106); Weber, EuZW 1992, S. 561 (562).

⁹ Zur Auslegung und Bedeutung der Vorschriften über den Kapitalverkehr Seidel, in: GS für Grabitz, 1995, S. (763) 763 ff mwN.

¹⁰ Izquierdo, Die Liberalisierung und Harmonisierung des Börsenrechts als Problem des EG-Rechts, Magisterarbeit, 1989, S. 19 ff; Gleske (Fußn. 7), S. 131 (135 f); Servais (Fußn. 2), S. 37.

¹¹ Kommission der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, Segré-Bericht, Brüssel, 1966.

Harmonisierungszielen für einen europäischen Kapitalmarkt enthielt dieser Bericht allerdings nicht. Trotzdem beeinflusste er das europäische Kapitalmarktrecht erheblich. Mit Hilfe von Harmonisierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen sollte eine wechselseitige Durchdringung der Kapitalmärkte und eine Markterweiterung gewährleistet werden, die sich zum Vorteil der kapitalsuchenden Unternehmen und der Anleger auswirkt. Über den entstehenden Markt sollte eine zentralisierte Aufsicht wachen¹². Es zeigte sich allerdings, daß eine vollständige Harmonisierung und Liberalisierung des Kapitalverkehrs nicht durchsetzbar war. Die Mitgliedstaaten wichen in der Umsetzung der auf Harmonisierung abzielenden Rechtsvorschriften stark voneinander ab¹³ und so mußte ein anderes Konzept für die Durchsetzung eines integrierten Kapitalmarktes geschaffen werden.

b) Europäische Börse und europäische Börsenaufsicht

In den 80er Jahren sollte ein übernationaler Markt mit vereinheitlichtem Rechtssystem das Ziel eines einheitlichen europäischen Kapitalmarkts verwirklichen. *Wymeersch* stellte 1977 dieses Konzept in einer Studie, die er im Auftrag der Kommission der Europäischen Gemeinschaften anfertigte, vor¹⁴. Für regionale und kleine Effekten sollte ein Handel auf den nationalen Märkten stattfinden. Für Werte, die über eine „beachtliche aktuelle oder potentielle internationale Streuung“ verfügten, sollte ein integrierter Handel durch ein automatisiertes Handelssystem stattfinden. Dadurch sollten die Effektenaufträge zentralisiert werden, um eine ausreichende Markttiefe und somit ein hohe Ausführungswahrscheinlichkeit zu erreichen¹⁵. Die Behörde des Sitzlandes des Emittenten sollte dessen Wertpapiere zum Handel zulassen. Die Aufsicht nach der Zulassung sollte jedoch den jeweiligen nationalen Behörden obliegen, die nach einer zentral formulierten „Europäischen Börsenverfassung“ mit Vorschriften zur

¹² *Kommission der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft* (Fußn. 11), S. 15 ff.

¹³ *Servais* (Fußn. 2), S. 11; *Zaß*, Harmonisierung des Wertpapiergeschäfts, in: *Perspektiven für den Europäischen Binnenmarkt*, hrsg. von Rehm, 2. Auflage 1989, S.207 (218).

¹⁴ *Wymeersch*, Die Effektenmarktaufsicht in der Europäischen Gemeinschaft, 1977, S. 217 ff.

¹⁵ *Wymeersch* (Fußn. 14), S. 218 ff. Über erste Ansätze zur Verwirklichung einer integrierten EG-Börse berichtet *Degner*, *Die Bank* 1980, S. 317 (318 f.).

Publizität und zum Verhalten der börsennotierten Unternehmen erfolgen sollte¹⁶. Die Regelungen für den integrierten europäischen Kapitalmarkt sollten durch ein bei der Kommission einzurichtendes Direktionskomitee erlassen werden. Die nationalen Behörden hätten diese Regelungen aber noch umsetzen müssen. Verstöße gegen diese Regelungen hätten von der Kommission gerügt werden müssen, da dem Komitee keine Sanktionsrechte zustehen sollten¹⁷. In der Folgezeit wurde das von *Wymeersch* entwickelte Konzept allerdings nicht weiter verfolgt.

c) Konzept der Mindestharmonisierung und gegenseitigen Anerkennung

Der Gedanke einer einheitlichen europäischen Börse und einer Vollrechtsangleichung konnte sich in der Folgezeit nicht durchsetzen. Seit Mitte der 80er Jahre verfolgt die Europäische Kommission daher mit dem Weißbuch einen neuen Weg, um einen integrierten Kapitalmarkt zu erreichen. Es wird anstatt einer Vollrechtsharmonisierung nur noch eine Mindestharmonisierung und eine wechselseitige Anerkennung der nationalen Regelungen angestrebt¹⁸. Gegenseitige Anerkennung bedeutet, daß die Regelungen eines anderen Mitgliedstaates der EU als gleichwertig anerkannt werden, auch wenn diese den eigenen rechtlichen Vorschriften nicht entsprechen. Dabei wird davon ausgegangen, daß die unterschiedlichen nationalen Vorschriften gleichartige Ziele verfolgen. Ein integrierter europäischer Kapitalmarkt setzt aber voraus, daß die wesentlichen Rechtsvorschriften auf ein Mindestmaß harmonisiert werden. Nur so kann ein Markt mit hinreichend homogenen

¹⁶ *Wymeersch* (Fußn. 14), S. 222 f.

¹⁷ *Wymeersch* (Fußn. 14), S. 228 ff. Zusammenfassend zu weiteren Studien, die auf eine einheitliche europäische Börse abstellen, siehe *Izquierdo* (Fußn. 10), S. 35 ff.

¹⁸ *Kommission der Europäischen Gemeinschaften*, Weißbuch zur Vollendung des Binnenmarktes, 1985, S. 6 ff, 18ff, 27 ff; *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, 1996, S. 283. Ein Gemeinsamer Markt könnte auch nur mit einer Liberalisierung der Grundfreiheiten erreicht werden. Die Grundfreiheiten des EGV gelten unmittelbar und Beschränkungen derselben stellen einen Verstoß gegen EG-Recht dar, der im Klageweg beseitigt werden kann. Durch eine Mindestharmonisierung der einzelstaatlichen Vorschriften durch Richtlinien wird jedoch von den Schultern der Marktteilnehmer die Last genommen, zur Verwirklichung der Ziele des EGV und zur Ausbreitung ihres Geschäftsgebiets den Klageweg beschreiten zu müssen.

Bedingungen entstehen, die sich positiv auf die Wettbewerbsfähigkeit der Kapitalmärkte auswirken.

Bei grenzüberschreitenden Dienstleistungen soll die Aufsicht grundsätzlich durch das jeweilige Heimatland durchgeführt werden. Eine ergänzende Rolle kommt bei der Beaufsichtigung den Behörden des Mitgliedstaats zu, in dem die Dienstleistung erbracht wird. Gleichzeitig sollte der Zugang zu den Finanzmärkten für die Handelsteilnehmer liberalisiert werden¹⁹.

Für die Zukunft der Börsen beabsichtigt die Kommission die Schaffung eines europäischen Wertpapiermarktsystems auf Basis der nationalen Börsen, die miteinander elektronisch zu verbinden sind. Ein solches System sollte das Ausmaß und die Liquidität der Börsenmärkte vergrößern und sie gegenüber außereuropäischen Börsen als auch nicht-börslichen Handelssystemen wettbewerbsfähiger machen²⁰.

3. Rechtsgrundlagen für die Angleichung

Dem europäischen Gesetzgeber stehen verschiedene Maßnahmen offen, um das Börsenrecht anzulegen. Art. 189 Abs. 1 EGV gibt ihm die Möglichkeit, Verordnungen, Richtlinien, Entscheidungen und Stellungnahmen zu erlassen, wobei sich die rechtlichen Wirkungen der einzelnen Maßnahmen nach Art. 189 Abs. 2 bis 5 EGV bestimmen. Für den Bereich des Kapitalmarktrechts haben die Richtlinien die größte praktische Bedeutung, die bezüglich des Ziels verbindlich sind, jedoch die Wahl der Form und Mittel den Mitgliedstaaten überlassen.

Als Rechtsgrundlage für den Erlass von Richtlinien kommt eine Vielzahl von Vorschriften des EGV in Frage. Die Artt. 2, 3 lit. c und h, 7 a EGV bestimmen die Ziele der Gemeinschaftspolitik. Danach ist ein Gemeinsamer Markt einschließlich eines integrierten Kapitalmarktes zu errichten. Artt. 54 Abs. 2 und 3, 57, 66, 69 EGV ermächtigen zum Erlass von Richtlinien zur Verwirklichung der Niederlassungs-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehrsfreiheit. Die Artt. 100 und 100 a EGV dienen als Ermächtigungsgrundlagen

¹⁹ *Kommission der Europäischen Gemeinschaften* (Fußn. 18), S. 27.

²⁰ *Kommission der Europäischen Gemeinschaften* (Fußn. 18), S. 28.

zum Erlaß von Richtlinien und damit zur Mindestharmonisierung der nationalen Vorschriften²¹. Die verschiedenen Rechtsgrundlagen stellen aber unterschiedliche Anforderungen an die Zustimmung durch den Rat. So müssen Richtlinien, die auf Art. 100 EGV gestützt werden, vom Rat einstimmig beschlossen werden. Bei anderen Rechtsgrundlagen (z.B. Art. 100 a EGV) genügt eine qualifizierte Mehrheit. Durch die niedrigeren Zustimmungserfordernisse lassen sich politische Kompromisse leichter erzielen.

Trotz der bestehenden Kompetenztitel fehlt es der Gemeinschaft an einer Rechtsgrundlage, um die Organisation der Börsen unmittelbar zu regeln. Vielmehr muß sie mit den beschriebenen Kompetenzgrundlagen versuchen, durch Änderungen des Börsenrechts einen integrierten Kapitalmarkt zu schaffen²².

III. Weitere an einem gemeinsamen Kapitalmarkt mitarbeitende Institutionen

Neben dem europäischen Gesetzgeber, der die Richtlinien für einen gemeinsamen Kapitalmarkt erläßt, bestehen aber noch andere Institutionen, die direkt oder indirekt daran mitarbeiten. Begonnen werden soll hier mit den EU-Institutionen. Danach wird der Aufbau und die Tätigkeit der IOSCO, der FESCO und der FESE beschrieben.

1. Verantwortlichkeit der Kommission

Der Kommission kommen verschiedene Aufgaben beim Aufbau eines einheitlichen Kapitalmarktes zu. Sie besitzt das Initiativmonopol, welches dazu führt, daß der Rat bei der Rechtsetzung zumeist erst nach einem Kommissionsvorschlag tätig wird. Die Kommission bestimmt damit maßgeblich die Gesetzgebung für Börsen, geregelte Märkte und Finanzinstitute.

²¹ *Claussen* (Fußn. 18), S. 281 f; *Seidel*, in: FS für Lukes, S. 575 (584 f); *Assmann*, Harmonisierung des Kapitalmarkt- und Börsenrechts in der EG, in: Deutsches und europäisches Bank- und Börsenrecht, Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung, 1994, S. 61 (81 f).

²² *Lutter*, Europäisches Unternehmensrecht, 4. Auflage, 1996, S. 94; *Assmann* (Fußn. 21), S. 61 (89).

Daneben obliegt der Kommission die Implementationskontrolle. Sie muß überwachen, ob die Richtlinien in das nationale Recht umgesetzt werden und gegebenenfalls gegen einen Staat eine Vertragsverletzungsklage gemäß Art. 169 EGV einleiten. Kommt ein Staat einem Urteil des EuGH wegen Nichtumsetzung einer Richtlinie nicht nach, so kann die Kommission gemäß Art. 171 Abs. 2 Satz 3 EGV einen Pauschalbetrag oder ein Zwangsgeld beantragen.

Weiterhin sind oftmals in den Richtlinien Regelungen enthalten, die der Kommission besondere Befugnisse zuweisen. So hat die Kommission gemäß Art. 1 Nr. 2 Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (WPDRL)²³ die Aufgabe, über die Anwendung der Vorschriften über Wertpapierfirmen und Banken auf natürliche Personen Bericht zu erstatten und gegebenenfalls eine Änderung oder Streichung dieser Vorschriften vorzuschlagen. Ähnliche Regelungen bestehen auch in Artt. 2 Nr. 3, 7, 14 Nr. 5, 15 Nr. 3, 16 und 29 WPDRL sowie Artt. 7 Nr. 9, 8 Nr. 5 und 10 Kapitaladäquanzrichtlinie (KARL)²⁴. Um diese Aufgabe erfüllen zu können, ist es daher notwendig, daß sich die Kommission fortlaufend mit den Kapitalmärkten befaßt und somit auch die Arbeit der nationalen Aufsichtsbehörden beobachtet.

2. Der Kontakt- und der Wertpapierausschuß bei der EU-Kommission

Durch die Börsenzulassungsrichtlinien hat der europäische Gesetzgeber bei der Kommission für den Bereich des Kapitalmarkt- und Börsenrechts einen Kontaktausschuß eingerichtet²⁵. Der Kontaktausschuß, auf den in einer Reihe von Richtlinien Bezug genommen wird, erhielt die Aufgaben, die Abstimmung der nationalen Aufsichtsbehörden bei grenzüberschreitenden Sachverhalten zu verbessern und die Kommission zu beraten. Praktische Bedeutung konnte der Kontaktausschuß allerdings nicht gewinnen²⁶.

²³ RL 93/22/EWG, ABl. 1993, L 141, S. 27.

²⁴ RL 93/6/EWG, ABl. 1993, L 141, S. 1.

²⁵ Art. 20 und 21 der Börsenzulassungsrichtlinie.

²⁶ Weber, in: Dausen, Handbuch des EG-Wirtschaftsrechts, Stand: April 1997, F III, Rn. 111; Degner (Fußn. 15), S. 317 (318).

Es war geplant, bei der Kommission einen Wertpapierausschuß einzurichten, dem die Aufgabe obliegt, die Kommission bei Änderungen des Regelungsinhalts der Wertpapierdienstleistungs- und Kapitaladäquanzrichtlinien zu unterstützen. Die Vorschriften über den Wertpapierausschuß gliederte der europäische Gesetzgeber aber im Rechtsetzungsverfahren zu den Richtlinien aus²⁷. Sie sollen nun Gegenstand einer eigenständigen Richtlinie werden²⁸. Der Ausschuß soll aus Vertretern der Mitgliedstaaten bestehen; den Vorsitz führt aber ein Vertreter der Kommission²⁹.

Nach Verabschiedung des Richtlinienvorschlages blieben die oben beschriebenen Rechte der Kommission bestehen. Nimmt die Kommission aber ihre Durchführungs- und Aktualisierungsbefugnisse wahr, so ist ein näher zu erläuterndes Verfahren zu durchlaufen. Die Änderungsvorschläge muß die Kommission dem Ausschuß unterbreiten, der dann eine mit der Mehrheit der Stimmen gefaßte Stellungnahme abgibt. Stimmt diese Stellungnahme mit dem Vorschlag überein, erläßt die Kommission die geplante Maßnahme. Ist keine Einigung zu erreichen, muß die Kommission den Vorschlag dem Rat unterbreiten, der dann über die Einführung entscheidet³⁰.

Daneben soll der Ausschuß die Kommission beraten und den Informationsfluß zwischen den Mitgliedstaaten verbessern. Die Kommission hat aber klargestellt, daß der Ausschuß keine Aufgaben im „Tagesgeschäft“ der Aufsicht über Märkte und Unternehmen erhalte³¹. Damit strebt die EU zur Zeit keine Zentralisierung von Aufsichtsbefugnissen auf der Ebene der Gemeinschaft an.

²⁷ Weber, in: Dausen (Fußn. 26), F. III, Rn. 4; Lee, Supervising EU Capital Markets: Do We Need A European SEC ? in: European Economic and Business Law, hrsg. von Buxbaum u.a., 1996, S. 187 (193).

²⁸ Richtlinienvorschlag der Kommission, Kom(95) 360.

²⁹ Art. 29 Wertpapierdienstleistungsrichtlinie i.V.m. Art. 20 Vorschlag der Kommission, ABl. 1989, C 43/7 und Art. 23; geänderter Vorschlag der Kommission, ABl. 1990, C 42/7.

³⁰ Art. 10 a des Änderungsvorschlages zur KARL und Art. 29 a des Änderungsvorschlages der WPDRL.

³¹ Kom(97) 187.

Es bleibt abzuwarten, ob der Wertpapierausschuß eingeführt wird. Weiter ist unklar, ob dieser Ausschuß seiner Aufgabe nach der vollständigen Umsetzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie in allen Mitgliedstaaten gerecht werden und zu einer Vereinheitlichung der Vorschriften über Wertpapierfirmen beitragen kann. Es erscheint aber sehr sinnvoll, einen Wertpapierausschuß als beratendes Organ einzuführen. Durch die Teilnahme an den Sitzungen des Wertpapierausschusses können die Mitgliedstaaten über zu beschließende Maßnahmen bereits in einem frühen Stadium ein Konsens erzielen. Ferner können die Mitgliedstaaten über den Ausschuß auf die Kommission einwirken und bei neu zu regelnden Sachverhalten die Kommission zu einer schnellen Ausübung ihres Initiativrechts veranlassen.

3. Rechtsvereinheitlichung durch privatrechtliche Organisationen

Ein großer Einfluß auf die Entwicklung eines globalen bzw. europäischen Börsenrechts kann durch die Zusammenarbeit in Organisationen entstehen. An dieser Stelle sollen nur die drei Organisationen genannt werden, denen in Bezug auf das europäische Börsenrecht die größte praktische Bedeutung zukommen dürfte³²: Die *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), das *Forum of European Securities Commissions* (FESCO) und die *Federation of European Stock Exchanges* (FESE). Bei ihnen handelt es sich aber nicht um Internationale Organisationen im Sinne des Völkerrechts, sondern um privatrechtliche Zusammenschlüsse der jeweiligen Börsenaufsichtsbehörden bzw. anderer beteiligter Organisationen. So können diese Organisationen ihre Mitglieder nicht durch völkerrechtlich verbindliche Rechtsakte verpflichten, sondern lediglich eine Basis herstellen, auf der die Mitgliedstaaten dann eigenständig tätig werden. Wenn diese Organisationen auch nicht das

³² Nicht behandelt werden können hier andere Organisationen, die auf eine globale Harmonisierung des Kapitalmarktrechts hinwirken. Zu nennen ist hier die OECD, der Baseler Ausschuß für Bankaufsicht, die Internationale Handelskammer und die Organisationen im Rahmen der UNO. Die verbindlichen und unverbindlichen Vorschläge und Richtlinien, die von diesen Organisationen erlassen werden, beeinflussen natürlich auch die europäische Börsenaufsicht. Die Internationale Börsenvereinigung, die das Börsenaufsichtsrecht beeinflusst, wird gleichfalls nicht behandelt. Zu anderen Organisationen weiterführend siehe *Schuster*, Die internationale Anwendung des Börsenrechts, Diss. 1995, Berlin u.a., S. 634.

Recht haben, in Fragen der internationalen Börsenaufsicht für ihre Mitglieder verbindlich tätig zu werden, so kann sich doch de facto kein Land den ausgearbeiteten Empfehlungen entziehen.

a) *International Organization of Securities Commissions*

Die IOSCO hat ihren Sitz in Montreal/Kanada, wo sich auch das Generalsekretariat befindet. Die IOSCO entstand 1983 durch die Umwandlung der regionalen *Inter-American Association of Securities Commissions* in eine international tätige Organisation.

Die IOSCO hat 134 Mitglieder in drei Mitgliedergruppen: ordentliche Mitglieder, assoziierte Mitglieder und beigeordnete Mitglieder. Zu den ordentlichen Mitgliedern zählen die Börsenaufsichtsbehörden und ähnliche Behörden. Wenn staatliche Behörden fehlen, können auch die Selbstverwaltungsorgane der Börsen ordentliche Mitglieder werden. Assoziierte Mitglieder können im Falle des Fehlens einer gesamtstaatlichen Aufsichtsbehörde unterstaatliche Einheiten und andere Aufsichtsorgane - mit Ausnahme der Selbstverwaltungsorgane - sein, deren Aufnahme vom Exekutivkomitee empfohlen wird. Beigeordnete Mitglieder können internationale Organisationen werden, die sich mit der Regulierung von Kapitalmärkten beschäftigen und sonstige vom Exekutivkomitee empfohlene Organisationen. Die beigeordneten Mitglieder, zu denen auch die Europäische Kommission gehört, haben kein Stimmrecht und sind nicht in den zentralen Organen der IOSCO vertreten³³.

Die Mitglieder der IOSCO haben sich in der Vereinigung zusammengefunden, um die folgenden Ziele zu verwirklichen³⁴:

1. Verbesserung der internationalen Zusammenarbeit der Börsenaufsichtsbehörden, um die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte zu sichern.
2. Informationsaustausch über die jeweiligen Erfahrungen auf dem Gebiet der Börsenaufsicht, um die Entwicklung der heimischen Märkte zu fördern.

³³ Schuster (Fußn. 32) , S. 631 f.

³⁴ <http://www.iosco.org/text01.html>.

3. Vereinigung der Bestrebungen der jeweiligen Länder, um eine effiziente Überwachung der internationalen Wertpapiertransaktionen durch die Entwicklung gemeinsamer Standards und Maßnahmen zu erreichen.

4. Gegenseitige Unterstützung zur Sicherung der Integrität der Märkte durch eine strenge Anwendung der entwickelten Standards und deren Durchsetzung.

Die IOSCO hat verschiedene Organe. Zur Verdeutlichung der Organstruktur soll das folgende Schaubild dienen:

Präsidentenkomitee		
Amerikanisches Regionalkomitee	Europäisches Regionalkomitee	
Asiatisch-pazifisches Regionalkomitee	Regionalkomitee Afrikas und des Mittleren Ostens	
Technisches Komitee	Exekutivkomitee	Emerging Markets Komitee
Generalsekretariat		
Konsultativkomitee		

Zu nennen ist an erster Stelle das Präsidentenkomitee, das sich nur auf der jährlichen Konferenz trifft und aus den ordentlichen und assoziierten Mitgliedern besteht. Das Präsidentenkomitee legt die Leitlinien der Arbeit der IOSCO fest. Das Exekutivkomitee besteht aus Mitgliedern, die vom Präsidentenkomitee und den Regionalkomitees gewählt werden. Daneben gehören die Vorsitzenden des Emerging Markets- und des Technischen Komitees dem Exekutivkomitee an, dessen Aufgabe darin besteht, auf den mehrmals im Jahr stattfindenden Sitzungen alle Maßnahmen zu treffen, um die Ziele der IOSCO zu fördern. Diesem Komitee obliegt damit die laufende Verwaltung der IOSCO. In den vier Regionalkomitees werden die spezifischen Probleme der Kapitalmarktaufsicht in den vier Regionen diskutiert. Dem europäischen Regionalkomitee gehören aber nicht nur die Mitglieder der EU an, sondern es sind die Länder des geographischen Europas darin zusammengefaßt. Im Technischen Komitee arbeiten die Mitglieder der größeren und weiter entwickelten Kapitalmärkte zusammen, um Regelungen für internationale Wertpapiertransaktionen zu erarbeiten. Das Technische Komitee hat fünf Arbeitsgruppen geschaffen, die sich mit den folgenden Themen beschäftigen:

- Publizität und Bilanzierung
- Regulierung der Sekundärmärkte
- Beaufsichtigung der Intermediäre
- Informationsaustausch
- Investment Management

Das Emerging Markets Komitee bemüht sich, effiziente Aufsichtsstandards für die Emerging Markets zu entwickeln und führt Personalschulungen durch. Bei dem Emerging Markets Komitee sind ebenfalls Arbeitsgruppen eingesetzt, die sich aus der Perspektive der Emerging Markets mit den gleichen Aufgabenstellungen des Technischen Komitees beschäftigen.

Die IOSCO hat in Bezug auf Börsenrechtsstandards und zu einer Harmonisierung der Rechtsetzung im Bereich des Kapitalmarktrechts verschiedene Studien erarbeitet. Praktisch wichtigstes Mittel zur internationalen Zusammenarbeit sind aber die von der IOSCO verabschiedeten „*Principles for Memoranda of Understanding*“. Auf Basis dieser Prinzipien, die aus zehn Leitlinien für bilaterale Amtshilfevereinbarungen (*Memoranda of Understanding*) zwischen Börsenaufsichtsbehörden bestehen, schließen dann die einzelnen Aufsichtsbehörden Amtshilfevereinbarungen ab. In diesen werden dann die konkret notwendigen Standards, wie beispielsweise die vertrauliche Behandlung von Informationen sowie die Verwendungsmöglichkeiten und das Verfahren des Informationsaustausch, festgelegt. Durch die Standardisierung der Auskunftersuchen und die Festlegung der Kommunikationsverfahren wird es den beteiligten Behörden erleichtert, ihre Aufgaben zu erfüllen. Es kommt somit zu einer effizienteren Aufsicht über die internationalen Kapitalmärkte. Die Befugnis zum Abschluß dieser Amtshilfevereinbarungen obliegt in Deutschland gemäß § 7 WpHG dem Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe)³⁵. Die „*Principles for Memoranda of Understanding*“ werden auch beim Abschluß von Amtshilfevereinbarungen mit EU-Aufsichtsbehörden als Grundlage herangezogen. Durch die Angleichung der Aufsichtsstruktur in der EU kommt ihnen die größte Bedeutung aber beim Abschluß solcher Vereinbarungen mit außereuropäischen Aufsichtsämtern zu.

³⁵ Aufgrund dieser Befugnis hat das BAWe in jüngster Zeit Amtshilfevereinbarungen mit Hongkong und Australien getroffen, siehe Handelsblatt vom 3.3.1998 und 4.3.1998.

Ein weiteres wichtiges Ziel der IOSCO ist es, multinationale Börsennotierungen zu erleichtern. Hierzu hat sie Standards im Bereich der Publizität, Bilanzierung und Rechnungslegung geschaffen. Damit soll in der Zukunft ein Börsenprospekt ausreichen, um die Aktien eines Emittenten an den Börsen der Welt notieren zu lassen und damit die Kosten für den Emittenten bei Mehrfachnotierungen zu senken³⁶.

Durch hoch spekulative Geschäfte von Marktteilnehmern 1995 (*Barings-Bank*) und 1996 (*Sumitomo*) ist deutlich geworden, daß bei diesen international tätigen Wertpapierdienstleistern keine Aufsichtsbehörde bisher über vollständige Informationen zur Beurteilung der Geschäftsvolumina und der sich daraus ergebenden Gefahren für die Finanzmärkte haben konnte. Die IOSCO entwickelte daher Schwellenwerte, bei deren Überschreiten die offenen Positionen der Marktteilnehmer den anderen Aufsichtsbehörden gemeldet werden. Ein multilaterales *Memorandum of Understanding* soll verhindern, daß Marktteilnehmer unkontrolliert ungewöhnlich hohe Wertpapierpositionen aufbauen können. Nach diesem *Memorandum of Understanding* erfolgt ein direkter Informationsaustausch zwischen den Börsen und Clearinghäusern ohne Einschaltung der Aufsichtsbehörden³⁷.

Die Vorgaben der IOSCO haben sich auf eine Reihe von EG-Richtlinien ausgewirkt. Bei den wichtigsten Fällen wird im folgenden auf die Arbeit der IOSCO verwiesen.

b) *Forum of European Securities Commissions*

Auf europäischer Ebene gibt es seit dem 8. Dezember 1997 einen Zusammenschluß von siebzehn Wertpapieraufsichtsbehörden. Das *Forum of European Securities Commissions* soll dazu dienen, den Anlegerschutz zu verbessern, die Transparenz der Märkte zu erhöhen und eine faire Behandlung der Anleger sicherzustellen. Die Mitglieder der FESCO, zu denen auch das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel gehört, haben sich in einer Charta verpflichtet:

³⁶ Geschäftsbericht des BAWe, 1995, S. 36.

³⁷ Geschäftsbericht der BAWe, 1996, S. 35.

- regelmäßig Erfahrungen auszutauschen und bei der Umsetzung des Europäischen Binnenmarktes im Bereich der Finanzmärkte eng zusammenzuarbeiten;
- gemeinsame Aufsichtsstandards für die Finanzmärkte zu entwickeln;
- sich gegenseitig bei der Überwachung der Märkte und der Verfolgung von Regelverstößen zu unterstützen.

Neben den Wertpapieraufsichtsbehörden der Europäischen Union gehören auch die Behörden aus Island und Norwegen der FESCO an³⁸.

Vergleicht man die Ziele der FESCO mit denen der IOSCO, so ergeben sich in vielen Punkten Ähnlichkeiten. Es bleibt allerdings abzuwarten, ob und inwieweit von der neu geschaffenen Organisation Impulse zur Vereinheitlichung des Aufsichtsrechts ausgehen, und ob sich die beabsichtigte Zusammenarbeit praktisch bewährt.

c) *Federation of European Stock Exchanges*

Die *Federation of European Stock Exchanges* (FESE) ist eine Organisation der Börsen der Europäischen Union, der Schweiz und Norwegens. Sie ist die Interessenvertretung der europäischen Börsen und bemüht sich, das Ziel eines einheitlichen europäischen Kapitalmarktes zu erreichen. Insbesondere sollen die Kooperationen zwischen den einzelnen angeschlossenen Börsen verbessert werden. Das bekannteste Projekt der FESE ist Eurolist und wird hier unter V 3 gesondert dargestellt. Die FESE vertritt die angeschlossenen Börsen gegenüber der EU und wirkt so am Aufbau eines europäischen Kapitalmarktes mit³⁹.

Wenn auch die angeführten Organisationen die Entwicklung des europäischen Kapitalmarktes nicht direkt beeinflussen, so haben sie trotzdem einen erheblichen indirekten Einfluß. Im folgenden soll nun das Ergebnis der Bemühungen der EU und der internationalen Organisationen näher vorgestellt werden.

³⁸ http://www.bawe.de/pm_16_97.htm.

³⁹ <http://www.fese.be/overview.htm>.

IV. Gegenwärtige europäische Börsenaufsicht

Ein integrierter europäischer Kapitalmarkt beruht aus Sicht der Europäischen Union auf zwei Maßnahmen. Zum einen auf der Freiheit des Kapitalverkehrs, die gemäß Art. 73 b EGV zu den Grundfreiheiten gehört, und zum anderen auf der Harmonisierung mitgliedstaatlicher Vorschriften durch Richtlinien⁴⁰.

1. Richtlinien zur Entwicklung eines europäischen Börsenrechts

An dieser Stelle soll ein kurzer Überblick über die erlassenen Richtlinien gegeben werden, die das Börsenrecht und insbesondere die Börsenaufsicht in der EU geprägt haben⁴¹. Die erlassenen Richtlinien regeln das Börsenrecht aber nicht vollständig, sondern es werden nur punktuelle Regelungen getroffen, die an bestimmte Märkte oder Dienstleistungen anknüpfen.

- *Börsenzulassungsrichtlinie* vom 5. März 1979 zur Angleichung der Zulassungsbedingung zum amtlichen Handel an einer Wertpapierbörse⁴²;
- *Börsenprospektrichtlinie* vom 17. März 1980 zur Angleichung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts für die Zulassung zum amtlichen Handel an einer Wertpapierbörse⁴³;

⁴⁰ Assmann (Fußn. 21), S. 61 (67 f); Raida, Die Entwicklungen des Europäischen Börsenrechts, in: Der europäische Binnenmarkt 1992, hrsg. von Büschgen/Schneider, 1990, S. 229 (231 f); Seidel (Fußn. 21), S. 575 (576).

⁴¹ Eine Zusammenfassung aller Richtlinien, die das Wirtschaftsrecht beeinflussen, gibt Wiesner, EuZW 1993, S. 500 (500 ff). Unterschiede in anderen Rechtsgebieten, wie z.B. dem Gesellschafts-, Steuer- und Bilanzrecht, beeinflussen das europäische Kapitalmarktrecht. Da der Schwerpunkt der Darstellung auf den börsenrechtlichen Richtlinien liegen soll, sei hier auf andere Darstellungen verwiesen, wie z.B. Assmann/Buck, EWS 1990, S. 110 ff, 190 ff, 220 ff.

⁴² RL 78/279/EWG, ABl. 1979, L 66, S. 21 idF. RL 83/148/EWG, ABl. 1982 L 62, S. 22.

⁴³ RL 80/390/EWG, ABl. 1980, L 100, S. 1 idF. RL 82/148/EWG, ABl. 1982, L62, S. 22, geändert durch RL 87/345/EWG, ABl. 1987, L 185, S. 81; RL 88/627, ABl. 1988, L 348, S. 62; RL 90/211/EWG, ABl. 1990, L 112, S. 24; RL 94/18/EWG, ABl. 1994, L 135.

- *Halbjahresrichtlinie* vom 15.2.1982 zur Veröffentlichung von Informationen der Gesellschaften, deren Wertpapiere zum amtlichen Handel zugelassen sind⁴⁴.

- *Transparenzrichtlinie* vom 12.12.1988 über die Informationspflichten, die bei Erwerb oder Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu erfüllen sind⁴⁵;

- *Emissionsprospektrichtlinie* vom 17. 4. 1989 zur Angleichung der Prospekte, die beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren zu veröffentlichen sind⁴⁶;

- *Insiderrichtlinie* vom 13.11.1989 zur Angleichung der Rechtsvorschriften über Insider-Geschäfte⁴⁷.

Während die ersten Richtlinien sich nur auf den amtlichen Handel an Börsen bezogen, richteten sich die Harmonisierungsbemühungen der EG durch die Emissionsprospektrichtlinie später auf das erstmalige öffentliche Angebot von Wertpapieren. Die Insiderrichtlinie führte den Begriff der staatlich anerkannten und kontrollierten Märkte ein. Die Abkehr vom Börsenbegriff und insbesondere vom ersten Marktsegment an Börsen zeigt, daß der europäische Gesetzgeber ein umfassendes Anlegerschutzniveau in der gesamten Union gewährleisten will.

Neben den Harmonisierungsmaßnahmen, die sich auf den Wertpapierhandel bezogen haben, beeinflussten auch die Richtlinien für die Marktteilnehmer die Angleichung des Börsenrechts in

der EU. An dieser Stelle sollen nur die drei wichtigsten Regelungen genannt werden⁴⁸:

⁴⁴ RL 82/121/EWG, ABl. 1982, L 48, S. 26.

⁴⁵ RL 88/627/EWG, ABl. 1988, L 348, S. 62.

⁴⁶ RL 89/298/EWG, ABl. 1989, L 124, S. 8.

⁴⁷ RL 89/592/EWG, ABl. 1989, L 334, S. 30.

- *OGAW- oder Investmentrichtlinie* vom 20.12.1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmter Organismen für die gemeinsame Anlage in Wertpapieren⁴⁹;
- *Wertpapierdienstleistungsrichtlinie* vom 10. 5. 1993, die Mindestbedingungen für die Zulassung und Beaufsichtigung von Wertpapierfirmen vorsieht;
- *Kapitaladäquanzrichtlinie* vom 15.5.1993 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten.

2. Ziele der Richtlinien

Eines der wichtigsten Ziele der Richtlinien ist es, ein EU-weites einheitliches Schutzniveau für die Anleger durch Publizität und Information zu schaffen. Der Emittent von Wertpapieren muß seiner Informationspflicht gegenüber den Anlegern mit einem Börsenzulassungsprospekt nachkommen. Ursprünglich wurde der Informationszeitpunkt in der Börsenprospektrichtlinie und Börsenzulassungsrichtlinie auf die Zulassung der Papiere zum amtlichen Handel festgesetzt. Die Emissionsprospektrichtlinie legte diesen Zeitpunkt auf das erstmalige öffentliche Angebot von Wertpapieren vor, unabhängig davon, ob die Wertpapiere zum amtlichen Handel zugelassen werden sollen oder nicht. Ist die amtliche Notierung jedoch geplant, so unterliegt der Prospekt den inhaltlichen Anforderungen der Börsenprospektrichtlinie. Wenn keine amtliche Notierung geplant ist, so ist ein Emissionsprospekt zu erstellen, der nur reduzierten Anforderungen gerecht wird. Der Gedanke des Anlegerschutzes erfaßt damit auch Papiere, die im geregelten Markt, Freiverkehr oder

⁴⁸ Eine Übersicht über alle Richtlinie liefern *Hopt/Baum*, Börsenrechtsreform in Deutschland in: Börsenreform, hrsg. von Hopt/Rudolph/Baum, 1997, S. 287 (313 f). Zu beachten sind auch die Anlegerentschädigungsrichtlinie 97/9/EG vom 3.3.1997, ABl. L 84, S. 22 über Systeme für die Entschädigung der Anleger und der Vorschlag einer *Take-Over* Richtlinie vom 7.2.1996 ABl. C 162, S. 5.

⁴⁹ RL 85/611/EWG, ABl. 1985, L 375, S. 3 idF. RL 88/220/EWG, ABl. 1988, L 100, S.31.

Telefonverkehr gehandelt werden. Das frühzeitige Eingreifen des Anlegerschutzgedankens beseitigt damit eine wesentliche Sanktionslücke.

Für bestimmte Prospekte wird eine Kontrolle durch die zuständigen Stellen in den Mitgliedstaaten vorgeschrieben. Diese Aufsicht hat für den Börsenprospekt gemäß Art. 18 Abs. 2 Börsenprospektrichtlinie und für den börsenfähigen Angebotsprospekt gemäß Art. 7, 8 Abs. 2 und 12 Abs. 2 Emissionsprospektrichtlinie zu erfolgen. Für den einfachen Angebotsprospekt können die Mitgliedstaaten gemäß Art. 17 Emissionsprospektrichtlinie eine solche Billigung vorsehen⁵⁰. Jeder Emissionsprospekt muß gemäß Art. 14 Emissionsprospektrichtlinie vor seiner Veröffentlichung den zuständigen Stellen in den Mitgliedstaat zugestellt werden, in dem das erstmalige öffentliche Angebot erfolgen soll. Es erfolgt damit eine zentrale Sammlung der Prospekte, und die zuständige Stelle kann damit über eine Aufsichtsfunktion hinaus auch eine Kommunikationsfunktion wahrnehmen⁵¹.

Daneben treffen den Emittenten auch regelmäßige Informationspflichten gegenüber den Anlegern⁵². Die Informationspflichtigen müssen die Informationen den Anlegern sowie den zuständigen Stellen in den Mitgliedstaaten zur Verfügung stellen⁵³.

Weiterhin sollen durch gleiche Zulassungsvoraussetzungen für Emittenten und Emissionshelfer einheitliche Wettbewerbsbedingungen an den europäischen Börsen und Finanzplätzen entstehen. Um dieses Ziel zu erreichen, haben die oben genannten Richtlinien und die Änderungsrichtlinien eine Vereinheitlichung der Zulassungsvoraussetzungen für Wertpapiere sowie eine wechselseitige Anerkennung der von der Zulassungsstelle einer mitgliedstaatlichen Börse genehmigten Börsenzulassungsprospekte durch die anderen Zulassungsstellen

⁵⁰ Weber, in: Dausen (Fußn. 26), F. III, Rn. 74 f.

⁵¹ Weber, in: Dausen (Fußn. 26), F. III, Rn. 97.

⁵² Lutter (Fußn. 22), S. 548; Hoffmann, Banken- und Börsenrecht der EWG, 1990, S. 107; Hopt/Baum (Fußn. 48), S. (289) 315; Gruber, ÖZW 1996, S. 48 (48); Grundmann (Fußn. 5), S. 103 (110).

⁵³ Art. 17 Abs. 1 Börsenzulassungsrichtlinie, Art. 7 Abs. 1 Halbjahresrichtlinie, Art. 4 Abs. 1 und Art. 10 Abs. 1 Transparenzrichtlinie.

herbeigeführt⁵⁴. Es besteht aber für ein Unternehmen, dessen Papiere in einem Mitgliedstaat zum Handel zugelassen wurden, kein Recht darauf, daß die Papiere auch in einem anderen Mitgliedstaat zum Handel zugelassen werden⁵⁵. Eine solche Regelung könnte für einen integrierten Kapitalmarkt aber förderlich sein⁵⁶.

3. Regelungsinhalt ausgewählter Richtlinien

Der Regelungsinhalt der angeführten Richtlinien zeigt, daß die EU einen integrierten Kapitalmarkt durch die Publizität und eine Mindestharmonisierung der Zugangsbestimmungen zu den Märkten schaffen will. Einige Richtlinien sollen hier genauer betrachtet werden.

a) Wertpapierdienstleistungsrichtlinie

Die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie enthält Vorschriften für den Markt und die Marktteilnehmer und trägt somit dazu bei, daß die Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit in der EU auf dem Sektor der Finanzdienstleistungen verwirklicht wird⁵⁷. Die in der WPDRL geregelten Aufsichtsbefugnisse unterteilen sich in zwei Bereiche. Danach ist zu unterscheiden zwischen der Börsenaufsicht (oder genauer: Aufsicht über *regulated markets*) als Marktaufsicht und der Aufsicht über die Marktteilnehmer als Unternehmensaufsicht. Allerdings beeinflußt die Unternehmensaufsicht mittelbar die Marktaufsicht. Daher müssen hier die Grundprinzipien der Aufsicht über die Wertpapierfirmen dargestellt werden.

⁵⁴ Hopt/Baum (Fußn. 48), S. 287 (311); Assmann, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Auflage, 1997, § 1 Rn. 95; Gruber (Fußn. 52), S. 48 (48).

⁵⁵ Siebter Erwägungsgrund der Änderungsrichtlinie zur Börsenzulassungs- und Börsenprospektrichtlinie RL 87/345/EWG ABl. 1987 L 185, S. 81.

⁵⁶ Zu dem Projekt Eurolist, das eine Mehrfachnotierung von Standardwerten an europäischen Börsen erreichen soll, siehe V. 3, S. 43.

⁵⁷ Zur Umsetzung der Richtlinien in das deutsche Recht siehe Meixner, WM 1998, S. 431 (431 f.).

aa) Vorschriften über Wertpapierfirmen

Die 1. und 2. Bankrechtskoordinierungsrichtlinie⁵⁸ verwirklichte für Banken die Grundprinzipien des europäischen Kapitalmarktkonzepts⁵⁹. Durch diese Richtlinien erhielten sie den Europapaß. Diese Unternehmen unterliegen der Herkunftslandkontrolle, die erst mit einer Mindestharmonisierung und der gegenseitigen Anerkennung nicht harmonisierter Aufsichtsregeln Wirklichkeit werden konnte. In Deutschland führte die Zugehörigkeit der Wertpapiergeschäfte zu den Bankgeschäften i.S.d. § 1 KWG dazu, daß ab diesem Zeitpunkt deutsche Banken europaweit tätig werden konnten. Anders sah es hingegen in Ländern aus, in denen Wertpapiergeschäfte nicht zu den Bankgeschäften gehörten. Bedingt durch das vorwiegend in angelsächsischen Ländern bestehende Trennbankensystem kamen zwar Banken in den Genuß des Europapasses, Wertpapierdienstleister hingegen nicht⁶⁰. So verwundert es auch nicht, daß besonders die Briten auf die Verabschiedung der WPDRL und der damit verbundenen Beseitigung von Wettbewerbsverzerrungen drängten. Die Wertpapierfirmen erhielten die Freiheiten und Möglichkeiten, die vorher schon den Banken zustanden⁶¹.

Zu den Wertpapierfirmen i.S.d. Richtlinie gehören gemäß Art. 1 Nr. 2 WPDRL alle juristischen Personen, die im Rahmen ihrer üblichen beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit gewerbsmäßig Wertpapierdienstleistungen für Dritte erbringen. Zu den Wertpapierdienstleistungen gehören bestimmte, im Anhang der Richtlinie aufgeführte Tätigkeiten und Instrumente. Durch den weiten Dienstleistungs- und Wertpapierbegriff in Art. 1 Nr. 4 WPDRL ist es notwendig

⁵⁸ RL 77/780/EWG, ABl. 1977, L 322, S. 30 und RL 89/646/EWG, ABl. 1989, L 386, S.1.

⁵⁹ Zu diesen Richtlinien und dem Zusammenspiel mit der WPDRL siehe *Schäfer*, AG 1993, S. 389 (390 f.).

⁶⁰ *Lutter* (Fußn. 22), S. 451; *Horn*, Entwicklungslinie des Europäischen Bank- und Finanzdienstleistungsrechts, 1994, S. 18; *Hoffmann* (Fußn. 52), S. 101; *Metzger*, Sparkasse 1993, S. 361 (361).

⁶¹ Die WPDRL enthält aber auch für Banken einige neue Vorschriften. Daher nimmt Art. 2 Abs. 1 WPDRL die Banken, die unter die 1. und 2. Bankrechtskoordinierungsrichtlinie fallen, zwar von den meisten, nicht aber von allen Vorschriften der WPDRL aus.

geworden, den Anwendungsbereich der Richtlinie in Art. 2 Abs. 2 WPDRL einzuengen⁶².

Eine Wertpapierfirma darf ihre Tätigkeit gemäß Art. 3 Abs. 1 WPDRL nur aufnehmen, wenn sie von dem Mitgliedstaat zugelassen ist, in dem sich ihr Sitz und ihre Hauptverwaltung befindet⁶³. Es wird daher durch die Richtlinie für die Wertpapierfirmen ein Verbot mit Erlaubnisvorbehalt statuiert. Sie unterliegen gemäß Art. 8 Abs. 1 WPDRL einer laufenden Aufsicht. Abgesehen von besonderen nationalen Vorschriften müssen die in Art. 3 Abs. 1 bis 4 WPDRL niedergelegten Voraussetzungen erfüllt sein, wobei insbesondere auf die Erfordernisse der Kapitaladäquanzrichtlinie an das Anfangskapital gemäß Art. 3 Abs. 3 Satz 1, 1. Spiegelstrich WPDRL hinzuweisen ist. An eine transparente Beteiligungsstruktur an der Wertpapierfirma werden besondere, in Art. 4 und Art. 9 WPDRL näher spezifizierte Voraussetzungen gestellt.

Im Interesse des Anlegerschutzes stellt die Richtlinie an die Organisation der Wertpapierfirmen besondere Anforderungen und schreibt die Kontrolle über die Einhaltung dieser Regelungen durch den Herkunftsmitgliedstaat vor (Artt. 10 ff WPDRL). Besonders zu erwähnen ist hier Art. 11 WPDRL. Diese Vorschrift beruht auf Grundsätzen der IOSCO und regelt den Erlass von Wohlverhaltensregeln durch den Mitgliedstaat. Die Wertpapierfirmen werden dadurch verpflichtet, ihre Kundenbeziehung abgestuft nach den Erfahrungen der Anleger zu gestalten, wobei gewisse Mindeststandards eingehalten werden müssen⁶⁴. Die Wohlverhaltensregeln sollen neben dem Anlegerschutz auch der Integrität der Märkte dienen und können daher die Börsenordnungen und Handelsbestimmungen an den Börsen beeinflussen⁶⁵.

⁶² Durch die weite Begriffsdefinition fallen auch die sog. freien Wertpapierverwalter in den Anwendungsbereich der WPDRL, so daß sie falls sie in Deutschland ihren Sitz und ihre Hauptverwaltung haben, eine Genehmigung durch die zuständige Behörde gemäß Art. 3 WPDRL benötigen, siehe *Schäfer* (Fußn. 59), S. 389 (391).

⁶³ Zur Behandlung von Wertpapierfirmen, die nicht aus EU-Staaten kommen, *Hopt/Baum* (Fußn. 48), S. 287 (319); *Lutter* (Fußn. 22), S. 456.

⁶⁴ *Lutter* (Fußn. 22), S. 453; *Horn* (Fußn. 50), S. 23. Kritisch zur Regelung des Art. 11 WPDRL *Assmann* (Fußn. 21), S. 61 (99 f), da die Aufstellung und Überwachung dieser Vorschrift zu vage sei.

⁶⁵ *Metzger* (Fußn. 50), S. 361 (362).

Art. 14 Abs. 1 WPDRL stellt klar, daß solche Wertpapierfirmen, die von der zuständigen Behörde des Herkunftsstaats zugelassen sind und von dieser kontrolliert werden, ihre Dienstleistung auch im Aufnahmestaat ausüben dürfen. Einer erneuten Zulassung durch den Aufnahmestaat bedarf es daher nicht. Die Erbringung der Dienstleistungen kann durch die Gründung einer Zweigniederlassung oder durch den freien Dienstleistungsverkehr erfolgen. Die Wertpapierfirmen erhalten damit den europäischen Paß und unterliegen der Herkunftslandkontrolle.

Trotzdem ist ein besonderes, in den Art. 17 ff WPDRL geregeltes Verfahren zu absolvieren, wenn die Dienstleistung im Aufnahmestaat angeboten werden soll. Beabsichtigt eine Wertpapierfirma, eine Zweigniederlassung zu errichten, so unterrichtet sie die zuständige Behörde des Sitzlandes darüber und reicht bestimmte Unterlagen bei dieser ein. Die Behörde des Herkunftsstaates unterrichtet ihrerseits innerhalb einer bestimmten Frist die Behörde des Aufnahmestaates. Gemäß Art. 17 Abs. 4 WPDRL hat die Behörde des Aufnahmestaates die Wertpapierfirma über die Bedingungen einschließlich der Wohlverhaltensregeln zu unterrichten, die für die Tätigkeit im Aufnahmestaat aus Gründen des Allgemeininteresses gelten⁶⁶. Für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen im Wege des freien Dienstleistungsverkehrs ist in Art. 18 WPDRL ein ähnliches Verfahren vorgesehen.

Wenn auch eines der Prinzipien des europäischen Kapitalmarktrechts die Herkunftslandkontrolle ist, so gilt dieses Prinzip nicht ohne Ausnahme für die Wertpapierfirmen. Abgesehen von zahlreichen Informations- und Auskunftspflichten, die in der Richtlinie festgelegt sind, bleiben auch Kontroll- und Sanktionsrechte bei der Behörde des Aufnahmestaates bestehen (sog. Gastlandprinzip).

Art. 19 WPDRL regelt die Kontrollrechte, die den zuständigen Behörden des Aufnahmestaates über eine im Herkunftsstaat zugelassene Wertpapierfirma, die im Aufnahmestaat eine Zweigniederlassung gegründet hat, zustehen. Dabei ist zu beachten, daß die zuständigen Behörden des Aufnahmestaates nur überwachen, ob die eigenen nationalen Vorschriften beachtet werden. Kommt die Wertpapierfirma diesen Anforderungen nicht nach, so hat die Behörde des Aufnahmestaates die Wertpapierfirma auf die Verletzung der nationalen

⁶⁶ Jentsch, WM 1993, S. 2189 (2194); Schäfer (Fußn. 59), S. 389 (394).

Vorschriften hinzuweisen. Stellt die Wertpapierfirma ihr Verhalten nicht ab, so unterrichtet die Behörde des Aufnahmestaates die zuständige Behörde des Herkunftsstaates. Diese trifft dann die geeigneten Maßnahmen, um das verbotswidrige Verhalten zu unterbinden. Erst wenn diese Maßnahmen ohne Wirkung bleiben, haben die Behörden des Aufnahmestaates eigene Sanktionsmöglichkeiten und können z.B. der Wertpapierfirma den Abschluß neuer Verträge im Aufnahmestaat untersagen (Art. 19 Abs. 3 bis 5 WPDRL). Dieses subsidiäre Einschreiten der Behörde des Aufnahmestaates gilt nicht in den Fällen des Art. 19 Abs. 6 WPDRL und bei Gefahr im Verzug, Art. 19 Abs. 8 WPDRL.

Art. 15 WPDRL regelt die Mitgliedschaft bzw. den Zugang der im Herkunftsstaat zugelassenen Wertpapierfirmen zu den geregelten Märkten (*regulated markets*) einschließlich der Clearing- und Abwicklungssysteme des Aufnahmestaates. Mit Ausnahme des Zugangs zu elektronischen Märkten, der in Art. 15 Abs. 4 WPDRL geregelt ist, bestehen zwei Wege des Zugangs zu den geregelten Märkten. Zu unterscheiden ist zwischen dem direkten Weg durch die Gründung einer Zweigniederlassung im Aufnahmestaat und dem indirekten Weg durch die Gründung einer Tochtergesellschaft oder dem Erwerb einer bestehenden Firma, die Zugang zu den geregelten Märkten des Aufnahmestaates hat (Art. 15 Abs. 3 WPDRL). Ein Zugang zu den geregelten Märkten des Aufnahmemitgliedstaates im Wege des freien Dienstleistungsverkehrs sieht die Richtlinie allerdings nicht vor.

Für die Teilnahme an geregelten Märkten, die keine physische Präsenz erfordern (elektronische Börsen), darf gemäß Art. 15 Abs. 4 WPDRL keine Zweigniederlassung bzw. die Gründung einer Tochtergesellschaft gefordert werden. Es reicht aus, wenn die Wertpapierfirma einen Terminal dieses Marktes in ihrem Herkunftsstaat aufstellen läßt und auf diese Art am Handel teilnimmt.

Den Wertpapierfirmen ist zwar Zugang zu den geregelten Märkten zu gewähren, sie müssen aber bei der Zulassung die jeweiligen Satzungs- und Verwaltungsregeln des geregelten Marktes beachten. Die Zulassungsvoraussetzungen zu den Märkten müssen aber

diskriminierungsfrei sein, weshalb die Bedingungen für die Zulassung inländischer und europäischer Handelsteilnehmer gleich sein müssen⁶⁷.

Der Zugang zu den geregelten Märkten ist davon abhängig, ob die Unternehmen die Anforderungen der Kapitaladäquanzrichtlinie erfüllen, Art. 15 Abs. 2 Satz 1 WPDRL. Die Mitgliedstaaten dürfen aber keine strengere Eigenkapitalausstattung fordern als in der Kapitaladäquanzrichtlinie vorgesehen, Art. 15 Abs. 2 S. 1 WPDRL.

Steht die rechtliche Struktur oder die technische Kapazität des geregelten Marktes dem Zugang von Wertpapierfirmen entgegen, so sind die Mitgliedstaaten gemäß Art. 15 Abs. 1 Satz 2 WPDRL verpflichtet, diese Hindernisse „von Zeit zu Zeit“ zu beseitigen.

bb) Der Begriff des geregelten Marktes

Die WPDRL führte den Begriff der „geregelten Märkte“ in Art. 1 Nr. 13 ein. Art. 1 Nr. 2 d der Insiderrichtlinie leitete die Abkehr vom Begriff der Börse als alleinigem Handelsplatz für Wertpapiere und Anknüpfungspunkt für EG-Richtlinien ein, die dann schließlich die WPDRL mit dem Begriff des geregelten Marktes vollzog⁶⁸. Damit unterliegen diese

⁶⁷ Hopt/Baum (Fußn. 48), S. 287 (321); von Rosen, in: Assmann/Schütze (Fußn. 54), § 2 Rn. 249; Weber, in: Dausen (Fußn. 26), F.III, Rn, 136.

⁶⁸ Beachtet werden muß hier, daß die Begriffe des geregelten Marktes als Marktsegment an deutschen Börsen und der europarechtliche Begriff des geregelten Marktes nicht deckungsgleich sind. Es wäre daher zur Vermeidung von Verwechslungen besser gewesen, wenn man in der deutschen Fassung der Richtlinie einen anderen Begriff als die Übersetzung für *regulated market* gewählt hätte. Anzumerken ist auch, daß der Begriff des geregelten Marktes i.S.d. WPDRL und des staatlich anerkannten und kontrollierten Marktes gemäß Art. 1 Nr. 2 d Insiderrichtlinie gleichfalls nicht deckungsgleich sind. Zur Vereinfachung des europäischen Börsenrechts wäre es besser gewesen, wenn der europäische Gesetzgeber nur einen Begriff des Marktes und damit nur einen Anknüpfungspunkt für Richtlinien eingeführt hätte. Zum Begriff des staatlich anerkannten und reglementierten Marktes i.S.d. Insiderrichtlinie *Knobl/Oppitz*, Wertpapiergeschäft und Börse im EG-Recht, in: Griller (Hrsg.), Banken im Binnenmarkt, Wien 1992, S.477 (480).

Handelseinrichtungen einem beschränkten europarechtlichen Regime⁶⁹, wobei die Struktur der geregelten Märkte weiterhin dem einzelstaatlichen Recht unterliegen soll⁷⁰.

Als Voraussetzung für die Anerkennung als geregelter Markt legt die WPDRL fest,

- daß auf dem Markt bestimmte Finanzinstrumente gehandelt werden;
- daß der Markt in ein vom Herkunftsstaat geführtes Verzeichnis gemäß Art. 16 WPDRL eingetragen wurde⁷¹;
- daß der Markt regelmäßig funktioniert;
- daß der Markt dadurch gekennzeichnet ist, daß die Funktionsbedingungen des Marktes, die Bedingungen für den Zugang zum Markt und die Bedingungen, die diese Finanzinstrumente erfüllen müssen, um tatsächlich auf dem Markt gehandelt werden zu können, durch Bestimmungen festgelegt sind, die von den zuständigen Behörden erlassen oder genehmigt wurden;
- daß die Transparenzvorschriften der Artt. 20 und 21 der WPDRL eingehalten werden.

Die Richtlinie ging in Art. 16 Abs. 2 WPDRL davon aus, daß die Begriffsdefinition der geregelten Märkte keine endgültige Definition sei und eine Änderung bis zum 31.12.1996 möglich wäre. Eine Änderung der Begriffsdefinition hätte Unklarheiten vermeiden können. So ist nicht eindeutig ersichtlich, ob es zur Anerkennung als geregelter Markt notwendig ist, daß dieser der Öffentlichkeit direkt oder indirekt zugänglich ist. Weiterhin wurden

⁶⁹ Schwark, WM 1997, S. 293 (298).

⁷⁰ RL 93/22/EWG, ABl. 1993, L 141, S. 27(30).

⁷¹ Gemäß Art. 16 Abs.1 WPDRL müssen die Mitgliedstaaten ein Verzeichnis der geregelten Märkte, für die sie der Herkunftsmitgliedstaat sind, erstellen und dieses Verzeichnis einschließlich der Vorschriften über die Organisation und Funktionsweise der Märkte den anderen Mitgliedstaaten sowie der Kommission zur Verfügung stellen. Die Kommission muß das Verzeichnis der geregelten Märkte jährlich im Amtsblatt veröffentlichen.

Voraussetzungen und Rechtsfolgen vermischt, da die Eintragung in das Verzeichnis gemäß Art. 16 Abs. 1 WPDRL Definitionsmerkmal und Rechtsfolge des geregelten Marktes ist⁷².

Die WPDRL weist in Art. 15 Abs. 5 den Mitgliedstaaten die Genehmigungskompetenz für geregelte Märkte zu. Zu diesen geregelten Märkten gehören neben den Börsen und ihren Marktsegmenten auch andere Handelseinrichtungen, soweit sie die oben genannten Voraussetzungen erfüllen und von einem Mitgliedstaat anerkannt werden.

Als praktisches Beispiel für einen geregelten Markt im Sinne der WPDRL, der keine Börse ist, ist hier die NASDAQ zu nennen. Die Handelseinrichtung, die die *National Association of Securities Dealers* in den USA betreibt, ist von der britischen Börsenaufsicht als geregelter Markt anerkannt⁷³.

Es können aber auch Handelssegmente an einer Börse bestehen, die nicht zu den geregelten Märkten i.S.d. WPDRL gehören. Als Beispiel ist hier der deutsche Freiverkehr zu nennen, der zwar gemäß § 78 Abs. 1 BörsG an einer Börse stattfindet, mangels staatlicher Überwachung aber kein geregelter Markt ist⁷⁴.

Nicht zu den regulierten Märkten zählen allerdings die sog. *proprietary trading systems* (PTS), da die Handelsbedingungen keiner Genehmigung durch eine Behörde bedürfen. Der Betreiber eines solchen Systems kann allerdings der Genehmigung nach Art. 3 WPDRL als Wertpapierfirma bedürfen, wenn er Wertpapierdienstleistungen erbringt⁷⁵.

⁷² Weber, in: Dausen (Fußn. 26), F. III, Rn. 34.

⁷³ Schwark (Fußn. 69), S. 293 (298).

⁷⁴ Hopt/Baum (Fußn. 48), S. 287 (433 f), die die Flexibilität des Freiverkehrs bewahren, ihn aber zumindest teilweise einer staatlichen Letztaufsicht unterwerfen wollen. Dadurch sollen dem Freiverkehr die Privilegien eines geregelten Marktes zugute kommen.

⁷⁵ Zu den PTS zählen Systeme, die von einem Wertpapierhändler oder anderen Personen betrieben werden und die Abwicklung von Wertpapiergeschäften in erster Linie für institutionelle Investoren ermöglichen, Schwark (Fußn. 69), S. 293 (299 f).

Erkennt ein Mitgliedstaat eine Handelseinrichtung als geregelten Markt an, so gilt diese Zulassung für eine bestimmte Form der Dienstleistungserbringung auch für alle anderen Mitgliedstaaten. Ein anerkannter geregelter Markt kann gemäß Art. 15 Abs. 4 WPDRL seine Dienstleistungen auch außerhalb des Herkunftslandes auf elektronischem Wege anbieten, Terminals aufstellen und Handelsteilnehmer anschließen. Eine Anwesenheit der Handelsteilnehmer im Herkunftsstaat des geregelten Marktes ist nicht erforderlich und kann auch nicht verlangt werden. Die Richtlinie schützt damit Fernmitgliedschaften (*remote membership*) an geregelten Märkten. Die Aufnahme der Geschäftstätigkeit im Aufnahmeland führt aber nicht dazu, daß ein neuer Markt entsteht, da diese Kompetenz dem jeweiligen Mitgliedstaat gemäß Art. 15 Abs. 5 WPDRL zusteht. Die Richtlinie versetzt damit in einem Mitgliedstaat als geregelte Märkte anerkannte elektronische Handelssysteme in die Lage, EU-weit ihre Dienstleistungen zu erbringen. Diese Handelssysteme erhalten auf diesem Weg wie Banken, Wertpapierfirmen und Versicherungen einen europäischen Paß. Die Transaktionskosten sinken für die Marktteilnehmer, und es kommt zu einer stärkeren Marktdurchdringung⁷⁶.

Den Mitgliedstaaten bleibt grundsätzlich das Recht, die Errichtung eines geregelten Marktes eigenständig zu regeln. Sie können aber nicht verhindern, daß in einem EU-Mitgliedstaat anerkannte geregelte Märkte ihre Dienstleistungen auf elektronischem Wege anbieten. Daher muß zwischen dem Tätigwerden eines im Herkunftsstaat anerkannten geregelten Marktes und der Schaffung eines neuen Marktes abgegrenzt werden. Der EuGH hat entschieden, daß er eine Residenzpflicht des Dienstleistungserbringers und damit eine Zulassung und Aufsicht durch die jeweilige nationale Behörde für rechtmäßig hält, wenn Gründe des Allgemeininteresses dies erfordern und die Tätigkeit des Dienstleistungserbringers ganz oder vorwiegend auf das Gebiet

⁷⁶ Die Möglichkeit von *remote memberships* stellt eine wesentliche Voraussetzung für einen einheitlichen Kapitalmarkt dar und führt dazu, daß die bis zur Umsetzung der WPDRL einzelstaatlich bestehenden Vorschriften obsolet wurden, *Seifert* (Fußn. 3), S. 221 (224).

dieses Staates ausgerichtet ist⁷⁷. Damit ist eine Einschränkung der Dienstleistungsfreiheit aus Aufsichtsgründen möglich. Für die geregelten Märkte bedeutet diese Entscheidung, daß sie bei einer ausschließlichen Beschränkung der Geschäftstätigkeit auf einen Staat auch in diesem Staat anerkannt werden und den jeweiligen nationalen Börsenzulassungsvoraussetzungen genügen müssen.

Der Anwendungsbereich der Vorschriften über die geregelten Märkte ist aber nicht, wie das Beispiel der NASDAQ zeigt, auf Handelseinrichtungen beschränkt, die in einem Mitgliedstaat ihren Sitz haben. Auch außereuropäische Systeme kommen in den Genuß eines europäischen Passes, wenn ein Mitgliedstaat die Handelseinrichtung als geregelter Markt zuläßt⁷⁸.

Das Konzept der Mindestharmonisierung und gegenseitigen Anerkennung der nationalen Regelungen führt dazu, daß die grundsätzlichen Unterschiede zwischen offenen (z.B. Großbritannien) und abgeschotteten (z.B. Deutschland) Wertpapiermärkten in der EU bestehen bleiben⁷⁹. Bezogen auf die Anerkennung als geregelter Markt kann dies dazu führen, daß Handelseinrichtungen ihre Anerkennung an den Finanzplätzen suchen werden, an denen die Zulassungsvoraussetzungen am liberalsten sind. Mit der dort erlangten Zulassung können sie dann die Dienstleistungen europaweit erbringen. Aus deutscher Sicht ist nicht zu erwarten,

⁷⁷ EuGH, Urteil vom 3.12.1974, Rs 33/74, Slg. 1974, S. 1299 (1309) - Van Binsbergen; EuGH, Urteil vom 4.12. 1986, Rs 205/84, Slg. 1986, S. 3755 (3801) - Deutsche Versicherung; *Weber*, in: Dausen (Fußn. 26), F.III, Rn. 141; *Hopt/Baum* (Fußn. 48), S. 287 (321). Ob dieses Umgehungsverbot richtig ist, ist fraglich. Im US-amerikanischen Rechtskreis wird unter dem Stichwort des Delaware-Effekts ein ähnliches Problem diskutiert. Dabei ist in der Literatur umstritten, ob es durch die Möglichkeit, eine Gesellschaft nach dem günstigsten Recht der Bundesstaaten zu gründen, zu einem *race to the bottom* oder zu einem *climb to the top* kommt, vgl. *Grundmann* (Fußn. 5), S. 103 (130) mit einem Überblick über die Literatur. Der europäische Gesetzgeber geht jedenfalls davon aus, daß sich die höher regulierten Aufsichtssysteme aufgrund des verbesserten Anlegerschutzes durchsetzen werden, vgl. *Böttger*, Der Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über Wertpapierdienstleistungen, in: Der europäische Binnenmarkt 1992, hrsg. von Büschgen/Schneider, 1990, S. 263 (269).

⁷⁸ *Schwark* (Fußn. 69), S. 293 (298).

⁷⁹ Einen Überblick über wichtige Handelsplätze in der EU liefert *Schwark* (Fußn. 69), S. 293 (294), sehr eingehend ist die Darstellung über Großbritannien, Frankreich, Niederlande und Österreich in: *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform, 1997, S. 593 ff.

daß Wertpapierhändlermärkte, die die Voraussetzungen des Börsenbegriffs erfüllen, eine Zulassung der zuständigen Bundesländer als Börse und damit eine Anerkennung als geregelter Markt i.S.d. WPDRL erhalten, da ein großes Interesse der Länder vorhanden ist, den Umsatz auf die bestehenden Börsen zu konzentrieren⁸⁰.

Die Mitgliedstaaten sind gemäß Art. 14 Abs. 3 WPDRL berechtigt, Wertpapierhandel nur an regulierten Märkten zuzulassen (sog. *concentration clause*), wenn die folgenden Voraussetzungen kumulativ gegeben sind:

- der Anleger hat seinen gewöhnlichen Aufenthalt bzw. eine Niederlassung in dem betreffenden Mitgliedstaat,
- die Wertpapierfirma wickelt das Geschäft entweder über eine in diesem Mitgliedstaat befindliche Haupt- oder Zweigniederlassung oder im Rahmen des freien Dienstleistungsverkehrs ab und
- das Geschäft betrifft Instrumente, die auf einem geregelten Markt gehandelt werden.

Wenden die Mitgliedstaaten die *concentration clause* an, so haben sie für bestimmte Anleger ein sog. *opting out* zuzulassen, Art. 14 Abs. 4 S. 1 WPDRL. Diese Anleger müssen die Möglichkeit haben, ihre Wertpapiertransaktionen auch außerhalb der geregelten Märkte abzuwickeln. Die Mitgliedstaaten können institutionelle, gewerbliche oder solche Anleger, die über besondere Kenntnisse verfügen, durch eine zu erteilende Genehmigung von der Verpflichtung befreien, ihre Geschäfte über geregelte Märkte abzuwickeln. Damit ist ein von den Mitgliedstaaten eingeführter Börsenzwang nur sehr beschränkt möglich⁸¹.

Aber auch wenn ein Börsenzwang besteht, können die Mitgliedstaaten nicht verhindern, daß anerkannte geregelte Märkte mit einem niedrigeren Regelungsstandard Dienstleistungen auf

⁸⁰ Schwark (Fußn. 69), S. 293 (298).

⁸¹ Jentsch (Fußn. 56), S. 2189 (2193); Hopt/Baum (Fußn. 48), S. 287 (321).

elektronischem Wege EU-weit erbringen und somit die Möglichkeit des Börsenzwanges weiter aushöhlen.

Daneben erstreckt sich der Anwendungsbereich des Börsenzwanges nur auf inländische Wertpapierfirmen sowie auf die Niederlassungen von EU-Wertpapierfirmen, die sich in diesem Staat betätigen. Damit können in einem anderen Staat Transaktionen an nicht geregelten Märkte vorgenommen werden⁸².

Die WPDRL legt in den Artt. 20 und 21 die marktbezogenen Informationspflichten fest, die dem Anlegerschutz und der effizienten Marktaufsicht dienen⁸³. Art. 20 WPDRL regelt die Aufzeichnungs- und Meldepflichten der Wertpapierfirmen für alle Geschäfte, die im Zusammenhang mit einem geregelten Markt stehen und gegenüber dem Herkunftsstaat zu erfüllen sind, wenn nicht gleichwertige Verpflichtungen gegenüber dem Aufnahmestaat bestehen. Dabei stellt die Vorschrift nicht darauf ab, daß das Geschäft auf einem geregelten Markt zustande kam. Die Pflichten aus Art. 20 WPDRL können auch bei einem Abschluß außerhalb des geregelten Marktes einschlägig sein, wenn nur das Finanzinstrument auf einem geregelten Markt gehandelt wird, Art. 20 Abs. 1 lit. b WPDRL. Art. 21 WPDRL regelt im Interesse der Anleger die Publizitätspflichten der auf dem geregelten Markt zustande gekommenen Kurse und Umsätze. Eine Ausnahme von den sofortigen Veröffentlichungspflichten besteht gemäß Art. 21 Abs. 2 WPDRL bei außerordentlichen Marktbedingungen. Damit wird es möglich, den Block- oder Pakethandel wieder in die Börsen zu integrieren und zur Vermeidung von adversen Preiseffekten den Publizitätspflichten erst zeitverzögert genügen zu müssen⁸⁴.

b) Kapitaladäquanzrichtlinie

Mit der WPDRL erhalten die Wertpapierfirmen zwar einen europäischen Paß, Vorschriften über die Eigenmittel oder ein bestimmtes Anfangskapital zum Schutze des Anleger sind

⁸² *Hopt/Baum* (Fußn. 48), S. 287 (321).

⁸³ *Weber*, in: *Dauses* (Fußn. 26), F. III, Rn. 81.

⁸⁴ Von dieser Wahlmöglichkeit hat der deutsche Gesetzgeber inzwischen Gebrauch gemacht, siehe § 4 Abs. 2 BörsG n.F.

allerdings nicht in der Richtlinie enthalten. Die KARL führt nun gleichwertige aufsichtsrechtliche Bedingungen für Kreditinstitute und Wertpapierfirmen ein⁸⁵. Für Kreditinstitute sind der KARL vergleichbare Vorschriften in der Eigenmittel⁸⁶- und Solvabilitätsrichtlinie⁸⁷ enthalten. Nur durch eine vergleichbare Regelung können daher Wettbewerbsverzerrungen in einem einheitlichen Markt, der weder das Trennbanken- noch das Universalbankensystem bevorzugen will, verhindert werden.

Bei der KARL zeigt sich, daß die Tätigkeiten internationaler Organisationen Auswirkungen auf die EU haben, da die Richtlinie die Verhandlungsergebnisse der IOSCO berücksichtigt⁸⁸.

Neben Wertpapierfirmen ist die KARL aber auch auf Kreditinstitute anwendbar. Art. 4 Abs. 6 KARL bestimmt dies für Kreditinstitute, deren Wertpapiergeschäft 5 % des gesamten Geschäftsvolumens oder deren Gesamtsumme der Positionen des Wertpapierhandels 15 Millionen ECU übersteigt. Damit werden diese Institute aus dem Anwendungsbereich der Solvabilitätsrichtlinie entnommen und unterliegen der KARL. Die KARL schreibt für die Institute eine absolute Mindestkapitalausstattung zwischen 50.000 und 730.000 ECU vor, die von den betriebenen Geschäften abhängt, Art. 3 KARL. Das absolute Mindestkapital ist um ein relatives Mindestkapital zu ergänzen. Art. 4 und Art. 5 KARL legen die Anforderungen für die Eigenmittelunterlegung des Wertpapierhandels fest⁸⁹.

Die Einhaltung der Vorschriften der KARL überwachen die zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten, Art. 9 KARL. Dabei obliegt die Organisation der Aufsichtsbehörden den Mitgliedstaaten. Art. 9 Abs. 2 KARL legt fest, daß zu den Aufsichtsbehörden neben staatlichen Stellen auch staatlich anerkannte Aufsichtsstellen gehören können. Gemäß Art. 9 Abs. 4 KARL müssen die Behörden der Mitgliedstaaten bei grenzüberschreitender

⁸⁵ Zur Umsetzung der Richtlinie in das deutsche Recht *Meixner* (Fußn. 57), S. 431 (431 ff).

⁸⁶ RL 89/299/EWG, ABI. 1989, L 124, S. 16.

⁸⁷ RL 89/647/EWG, ABI. 1989, L 386, S. 14.

⁸⁸ *Lutter* (Fußn. 22), S. 483.

⁸⁹ Weiterführend *Lutter* (Fußn. 22), S. 484 f mwN.

Dienstleistungserbringung und bei Errichtung einer Zweigniederlassung zusammenarbeiten und Informationen austauschen.

Drei Punkte aus den verschiedenen Richtlinien, die sich besonders intensiv auf den europäischen Kapitalmarkt auswirken, sind noch einmal kurz herauszuheben. Durch die Kapitaladäquanzrichtlinie i.V.m. den Vorschriften der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie wird das Mindestkapital zur Aufnahme von Wertpapiergeschäften auf 730.000 ECU begrenzt und so die Geschäftsaufnahme für die Wertpapierfirma vereinfacht und kostengünstiger. Dadurch können mehr Wettbewerber auf dem Markt aktiv werden. Für sie gilt die Regelung, daß sie durch den europäischen Paß EU-weit ihre Dienstleistungen anbieten und ohne diskriminierende Regelungen Zugang zu den geregelten Märkten erhalten können. Insbesondere können sie durch ein *remote membership* und damit durch einen standortunabhängigen Zugang zu den geregelten Märkten die Transaktionskosten für sich und letztendlich für die Investoren mindern.

Das Konzept der Mindestharmonisierung und gegenseitigen Anerkennung geht davon aus, daß es zur Integration der nationalen Kapitalmärkte nicht erforderlich ist, die Ausgestaltung und Aufsicht der unterschiedlichen Märkte und Börsen detailliert zu regeln. Es wurden vielmehr im obersten Marktsegment einheitliche Standards geschaffen sowie einheitliche Informationsgebote und ein Verbot des Insiderhandels festgelegt. Der Zugang zu den Börsen und regulierten Märkten wird für die Marktteilnehmer mit der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie geschützt, die durch die gleiche Richtlinie das Recht bekommen, ihre Leistung auf elektronischem Wege EU-weit anzubieten. Somit werden sie in ihrer Dienstleistungsfreiheit geschützt. Durch diese Vorschriften treten die Börsen und Kapitalmärkte miteinander in einen Wettbewerb, der sich sowohl für die Börsen als auch für die anderen Märkte effizienzsteigernd auswirken kann. Dabei bleibt offen, in welche Richtung sich die Organisation von Börsen und deren Geschäftstätigkeit entwickelt⁹⁰.

⁹⁰ Siehe dazu V., S. 40.

4. Aufbau der nationalen Aufsichtsbehörden und Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden

a) Vorgabe des europäischen Gesetzgebers zum Aufbau der nationalen Aufsichtsstellen

Der dargestellte Regelungsinhalt der Richtlinien hat gezeigt, daß der europäische Gesetzgeber materielle Regelungen zur Aufsicht über Märkte und Marktteilnehmer in den Richtlinien vorschreibt. Die Organisation der mitgliedstaatlichen Aufsicht bleibt aber den jeweiligen Staaten überlassen. Dies entspricht der Regelung des Art. 189 Abs. 3 EGV, der vorsieht, daß die Richtlinien nur hinsichtlich des Ziels verbindlich sind, den Mitgliedstaaten aber die freie Wahl der Form und Mittel überlassen. Es muß nur sichergestellt werden, daß die Behörden die Kontrollaufgaben wahrnehmen und Verstöße gegen börsenrechtliche Vorschriften auch sanktionieren können. Damit ist es nicht erforderlich, nur eine zuständige Stelle mit den Aufsichtsaufgaben zu betrauen. Wie sich aus Art. 23 Abs. 1 WPDRL oder Art. 9 Abs. 1 Transparenzrichtlinie ergibt, können auch mehrere Behörden die Aufsicht über Märkte und Marktteilnehmer wahrnehmen, wenn ein enges Zusammenarbeiten zwischen den zuständigen Stellen gewährleistet ist. Damit respektiert der europäische Gesetzgeber auch fragmentierte Aufsichtssysteme wie z.B. die deutsche Börsenaufsicht.

Bezogen auf die Märkte haben die zuständigen Stellen die auf einem bestimmten Markt ausgeführten Transaktionen zu überwachen. Damit unterfallen der zuständigen Aufsicht alle Marktteilnehmer (sog. Marktprinzip). Dieser Grundsatz gilt aber nicht unbeschränkt. Bei den Beteiligungsinformationen gilt das Personalitätsprinzip gemäß Art. 13 Transparenzrichtlinie. Die zuständigen Stellen bestimmen sich nach dem auf den Emittenten anwendbaren Recht. Weitere Ausnahmen vom Marktprinzip führt auch Art. 20 WPDRL ein⁹¹.

Im Verhältnis zu den zuständigen Stellen obliegt den Mitgliedstaaten eine Kompetenzeräumungspflicht. Es hängt danach von der nationalen Aufsichtsstruktur ab, welchen Einrichtungen die Einhaltung der umgesetzten EU-Richtlinien zugewiesen wird. Somit können als Aufsichtsorgane staatliche Behörden, beliebige Unternehmen oder privatrechtlich organisierte Institutionen in Frage kommen, wenn diese mit den erforderlichen Ermittlungs-

⁹¹ Dazu siehe oben: IV 3. a) bb), S. 32.

Kontroll- und Sanktionsbefugnissen ausgestattet sind⁹². Die Mitgliedstaaten müssen allerdings die von ihnen mit den Marktkontrollbefugnissen ausgestatteten Stellen benennen und der Kommission mitteilen, z.B. Art. 22 Abs. 1 Satz 2 WPDRL⁹³.

b) Die internationale Zusammenarbeit der Aufsichtsstellen

Für eine effiziente Aufsicht ist es unerlässlich, daß die Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten zusammenarbeiten. Es finden sich daher in jeder Richtlinie eine Reihe von Vorschriften, die das internationale Zusammenwirken der Mitgliedstaaten festlegen. Ohne Vorschriften über die europäische Zusammenarbeit der Aufsichtsämter und zuständigen Stellen käme es zu einer zu kostenintensiven Aufsicht für die Mitgliedstaaten bei grenzüberschreitenden Transaktionen und zu einer die Integration der Kapitalmärkte hemmenden Mehrfachbeaufsichtigung der Marktteilnehmer⁹⁴. Ein besonderes Gewicht beim Informationsaustausch kommt dem Schutz vor ungerechtfertigter Weitergabe von Informationen zu⁹⁵.

Aus der Sicht der deutschen Aufsichtsstellen ist hier ein kurzer Überblick über die maßgeblichen Vorschriften und deren Inhalt zu geben⁹⁶.

aa) Kooperationsvorschriften im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)

§ 7 WpHG regelt die Zusammenarbeit des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel (BAWe) mit den zuständigen Stellen im Ausland. Dabei kommt dem BAWe eine umfassende Wahrnehmungskompetenz zu. Die Vorschrift kommt damit den Grunderfordernissen

⁹² *Hopt/Baum* (Fußn. 48), S. 325; *Weber*, in: *Dauses* (Fußn. 26), F III, Rn. 101.

⁹³ *Weber*, in: *Dauses* (Fußn. 26), F III, Rn. 103 spricht von einer Benennungs- und Mitteilungspflicht.

⁹⁴ Einen umfassenden Überblick über die Vorschriften, die sich auf den Informationsaustausch und die Zusammenarbeit beziehen, liefert *Weber*, in: *Dauses* (Fußn. 26), F.III, Rn. 105 ff.

⁹⁵ Siehe z.B. Art. 25 WPDRL.

⁹⁶ Eine umfassende Übersicht der in den einzelnen Richtlinien enthaltenen Vorschriften über die Zusammenarbeit von Aufsichtsbehörden gibt *Weber*, in: *Dauses* (Fußn. 26), F III, Rn. 105 ff.

grenzüberschreitender Wertpapiertransaktionen nach, die einen Informationsaustausch zwischen den mit der Markt- und Unternehmensaufsicht betrauten Behörden erfordert.

Neben dem Informationsaustausch über die Aufgaben, die das WpHG dem BAWe übertragen hat, wird diese Behörde aber auch für andere Aufsichtsorgane tätig und übernimmt deren Zusammenarbeit mit den zuständigen Stellen im Ausland. Notwendig geworden ist diese Regelung durch den Umstand, daß die ausländischen Behörden einen Ansprechpartner für eine effiziente Zusammenarbeit benötigen. Da aber die Aufsicht über die Börse und die Marktteilnehmer in Deutschland zwischen dem Bund, der Börsenaufsichtsbehörde bei den Ländern und der Börse aufgeteilt ist, könnte es für die ausländische Behörde schwierig sein, den richtigen Ansprechpartner zu finden, zumal eine klare Abgrenzung zwischen Markt- und Unternehmensaufsicht nicht möglich ist. Daher nimmt das BAWe auch die internationalen Belange der Börsenaufsicht der Länder wahr⁹⁷. Besonders bedeutend ist dabei der Abschluß der *Memoranda of Understanding*⁹⁸. Die Wahrnehmung der Belange der Länderaufsicht im Außenverhältnis macht es aber erforderlich, daß zwischen dem BAWe und den Ländern ein reger Informationsaustausch stattfindet.

§ 7 Abs. 2 WpHG regelt die Zusammenarbeit des BAWe mit den ausländischen Behörden näher, wobei ein Schwerpunkt der Vorschrift auf der Wahrung der datenschutzrechtlichen Belange liegt.

Während § 7 WpHG die internationale Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden regelt, befaßt sich § 19 WpHG mit dem Informationsaustausch zwischen dem BAWe und den zuständigen Stellen in den Mitgliedstaaten der EG und des Europäischen Wirtschaftsraumes bei der Verfolgung von Insiderdelikten⁹⁹. Eine vergleichbare Vorschrift wurde in § 30 WpHG für die Zusammenarbeit der europäischen Behörden zur Überwachung der Einhaltung der Mitteilungs-

⁹⁷ Assmann, in: Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, 1995, § 7 Rn. 3.

⁹⁸ Dazu siehe oben III. 3. a), S. 14 f.

⁹⁹ § 19 WpHG setzt damit Art. 10 der Insiderrichtlinie in nationales Recht um.

und Veröffentlichungspflichten bei Veränderungen des Stimmrechtsanteils an börsennotierten Gesellschaften geschaffen¹⁰⁰.

bb) Internationale Zusammenarbeit der Handelsüberwachungsstellen

Durch den neu geschaffenen § 1 b Abs. 4 BörsG erhalten die Handelsüberwachungsstellen an den Börsen die Möglichkeit, mit den zur Überwachung im Ausland zuständigen Stellen zusammenzuarbeiten und Informationen auszutauschen¹⁰¹. Dieser Ausbau der Befugnisse der Handelsüberwachungsstelle trägt dem zunehmenden grenzüberschreitenden Handel Rechnung und stellt so die Wirksamkeit der Aufsicht sicher¹⁰². Dabei ist die Kompetenz der Handelsüberwachungsstelle zur internationalen Zusammenarbeit nicht unbegrenzt. Vor einem Datenaustausch muß die Handelsüberwachungsstelle die Börsengeschäftsführung, die Börsenaufsichtsbehörde und das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel gemäß § 1 b Abs. 4 Satz 2 BörsG informieren. Ferner steht die internationale Zusammenarbeit der Handelsüberwachungsstellen unter dem Vorbehalt, daß der Datenaustausch erforderlich ist, um die Kontrolle der ordnungsgemäßen Durchführung des Handels und der Börsengeschäftsabwicklung wahrzunehmen. Weiterhin müssen die ausländischen Behörden einer § 2 b BörsG entsprechenden Verschwiegenheitspflicht unterliegen¹⁰³.

¹⁰⁰ § 30 WpHG setzt damit Art. 12 Abs. 3 der Transparenzrichtlinie in nationales Recht um.

¹⁰¹ § 1 b Abs. 4 n.F. BörsG lautet: „ Die Handelsüberwachungsstelle kann Daten über Geschäftsabschlüsse auch den zur Überwachung des Handels an ausländischen Börsen zuständigen Stellen übermitteln und solche Daten von diesen Stellen empfangen, soweit sie zur ordnungsgemäßen Durchführung des Handels und der Börsengeschäftsabwicklung erforderlich sind. An diese Stellen dürfen solche Daten nur übermittelt werden, wenn diese Stellen und die von ihnen beauftragten Personen einer der Regelung des § 2 b gleichwertigen Verschwiegenheit unterliegen. Diese Stellen sind darauf hinzuweisen, daß sie die Informationen nur zu dem Zweck verwenden dürfen, zu dessen Erfüllung sie ihnen übermittelt werden. Die Handelsüberwachungsstelle hat der Börsenaufsichtsbehörde, der Geschäftsführung und dem Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel mitzuteilen, mit welchen zuständigen Stellen in anderen Staaten sie welche Art von Daten auszutauschen beabsichtigt.“

¹⁰² BT-Drucks. 71/134, S. 19.

¹⁰³ *Meixner* (Fußn. 57), S. 431 (434).

cc) Zusammenarbeit der Zulassungsstellen

Weiterhin bestehen im BörsG Vorschriften, die die internationale Zusammenarbeit der Zulassungsstellen an den Börsen regeln (§ 40 f BörsG), um die Mehrfachnotierung von Wertpapieren und die gegenseitige Anerkennung der Zulassungsprospekte zu erleichtern¹⁰⁴.

c) Ermittlungs- und Sanktionsbefugnisse bei grenzüberschreitenden Sachverhalten

Bei grenzüberschreitendem Wertpapierhandel stellt sich die Frage, wie das Fehlverhalten von Handelsteilnehmern an den Börsen vollständig zu ermitteln und zu sanktionieren ist. Es handelt sich dabei um kein spezifisch börsen- oder europarechtliches Problem, sondern um eines, das bei vielen grenzüberschreitenden Transaktionen auftritt, da sich der Hoheitsanspruch eines Staates immer nur auf das jeweilige Staatsgebiet beschränkt. Damit wird aus börsenrechtlicher Perspektive z.B. die Zustellung und Vollstreckung der von den Börsenaufsichtsbehörden erlassenen Verwaltungsakte, die *remote members* aus dem Ausland betreffen, schwierig.

Internationale Rechts- und Amtshilfeabkommen¹⁰⁵ sollen zur Lösung von Jurisdiktionskonflikten im Bereich des Straf- und Verwaltungsrechts beitragen. Der Verfahrensweg schreibt aber vor, daß die Konsulate und diplomatischen Vertretungen einzuschalten sind. Dies verzögert die schnelle Ermittlung bei Verstößen gegen börsenrechtliche Regelungen im Rahmen von grenzüberschreitenden Sachverhalten. Der Nutzen dieser Abkommen ist damit für die Börsenaufsichtsbehörden gering¹⁰⁶. Die Zusammenarbeit der Börsen und Börsenaufsichtsbehörden in internationalen Organisationen hat aber dazu geführt, daß ein gewisser Aufsichtsstandard erreicht wurde¹⁰⁷. In der EU wirken sich in diesem Bereich die Harmonisierungsbemühungen und die Verfahren über den Informationsaustausch positiv aus. Diese Maßnahmen vereinfachen die Aufsicht bei grenzüberschreitenden Transaktionen, beseitigen die bestehenden Probleme aber nicht

¹⁰⁴ Weiterführend *Schwark*, BörsG, Kommentierung zu § 40 und 40 a BörsG.

¹⁰⁵ Europäisches Rechtshilfeübereinkommen (BGBl. II 1964, 1369 und BGBl II 1976, 1799), Europäisches Amtshilfeübereinkommen (BGBl. II 1981, 533 und BGBl II 1982, 1052).

¹⁰⁶ Weiterführend *Schuster* (Fußn.32) , S. 625 ff.

¹⁰⁷ Siehe dazu die Zusammenarbeit in der IOSCO, FESCO und FESE, III. 3., S. 11 ff.

vollkommen. Aus Kreisen der Börsenaufsicht ist aber zu hören, daß alleine das Bestehen der Möglichkeit, den Handelsteilnehmer aus dem Netzwerk zu entfernen und damit die Zulassung zum Börsenhandel als Verwaltungsakt bei einem Fehlverhalten aufzuheben (§ 23 Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse), ausreichend ist, um z.B. ein Auskunftsersuchen bei einem ausländischen Handelsteilnehmer durchzusetzen.

5. Zusammenfassung

Die gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben zur Aufsicht über die Börsen und anderen Märkte führen dazu, daß die Mitgliedstaaten die Organisation der Aufsicht selbständig regeln können und abseits des Regelungsinhalts der Richtlinien Platz für eigenständige, nicht diskriminierende Vorschriften bleibt. Durch die Offenheit der europäischen Vorgaben zum Aufsichtsrecht über Börsen und Kapitalmärkte wird sichergestellt, daß eine Integration der Kapitalmärkte erreicht wird, dieser Markt aber gleichzeitig die nötige Flexibilität für neue technische und rechtliche Entwicklungen behält. Damit kommt es zu einem effizienzsteigernden Wettbewerb zwischen europäischen und außereuropäischen Börsen und Märkten.

V. Europäische Börsenprojekte und deren rechtliche Beurteilung

Europäische Börsenprojekte tragen zur Integration der Kapitalmärkte bei. Fünf Projekte sind hier mit ihren Zielen, Perspektiven und der Regulierung kurz vorzustellen¹⁰⁸.

1. EURO.NM

Das Projekt Euro.NM wurde am 1. März 1996 gegründet und ist ein Zusammenschluß von Marktsegmenten für schnell wachsende, innovative Unternehmen, die an verschiedenen EU-Börsen eingerichtet wurden. Zu diesem paneuropäischen Netzwerk gehören die Pariser Börse (Nouveau Marché), die Deutsche Börse AG (Neuer Markt), die Amsterdamer Börse (NMAX)

¹⁰⁸ Neben den dargestellten Projekten bestehen eine Reihe von Kooperationen und strategischen Allianzen, die aber nicht im einzelnen aufgeführt werden können.

und die Brüssler Börse (Euro.NM Belgium)¹⁰⁹. Bei Euro.NM handelt es sich nicht um ein von der Politik entwickeltes Integrationskonzept für einen europäischen Aktienmarkt, sondern um eine Initiative der vier beteiligten Börsen, die ihren Märkten eine europäische Dimension geben wollen¹¹⁰.

Euro.NM strebt eine Harmonisierung der Wachstumsmärkte an. Durch gemeinsame Zulassungs-, Regulierungs- und Handelsregeln sowie eine vereinfachte gegenseitige Börsenzulassung, die Verknüpfung von elektronischen Handelssystemen und die Einführung von Indizes¹¹¹ soll die Marktintegration vorangetrieben werden. Dabei ist allerdings zu beachten, daß das in der Rechtsform der Europäischen wirtschaftlichen Interessenvereinigung (EWIV) geführte Projekt Euro.NM keine neue europäische Börse ist. Die Autonomie der einzelnen beteiligten Märkte bleibt durch dieses Projekt bestehen; es wird lediglich das notwendige Maß an Koordinierung und Zusammenarbeit sichergestellt, um jungen innovativen Unternehmen einerseits ausreichendes Eigenkapital zur Verfügung zu stellen, andererseits aber auch den Investoren Diversifikationsmöglichkeiten anzubieten¹¹².

Bei den beteiligten Börsen handelt es sich um Märkte, die die Kriterien der „geregelten Märkte“ i.S.d. Wertpapierdienstleistungsrichtlinie erfüllen und somit der nationalen Aufsicht unterfallen¹¹³. Besondere europäische Aufsichtsregeln bestehen für dieses Projekt damit nicht.

¹⁰⁹ Ein Ausbau von Euro.NM ist nicht ausgeschlossen. Wenn eine Angleichung des Regelungsstandars möglich ist, könnten die italienischen, spanischen und schwedischen Märkte angeschlossen werden, <http://www.fese.be/newslet.htm>.

¹¹⁰ <http://www.euro-nm.com/deutsch1.html>.

¹¹¹ Ein gemeinsamer Index aus den Werten der Wachstumsbörsen wurde zum 16.1.1998 eingeführt (Euro.NM All Share Index). Weiterhin gibt es für jeden der Märkte auch einen eigenen Index, AG Report 1998, R. 88 (88).

¹¹² AG Report 1997, S. 126 (126 f).

¹¹³ *Deutsche Börse AG*, Information vom 26.6.1996, S. 5.

2. EASDAQ

Im Gegensatz zu Euro.NM ist die EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Qotation) eine neue Börse, die sich auf Wachstumsunternehmen spezialisiert hat. Sie entstand durch die Initiative von europäischen Banken und soll das europäische Pendant zur amerikanischen NASDAQ darstellen. Die Initialzündung für dieses Projekt stellt aber eine Studie dar, die mit finanzieller Hilfe der Europäischen Kommission erstellt wurde, und die 1994 die Möglichkeiten der Eigenkapitalaufnahme durch ein *going public* für junge innovative Wachstumsunternehmen in der EU untersuchte. Als beste Lösung für die Eigenkapitalaufnahme wurde die Gründung einer paneuropäischen elektronischen Börse vorgeschlagen¹¹⁴.

Neben Banken gehören auch andere Wertpapierdienstleistungsunternehmen und die NASDAQ zu den Gründungsmitgliedern der EASDAQ, die im November 1996 ihre Geschäfte von Brüssel aus aufnahm. Bei der EASDAQ handelt es sich um eine elektronische Börse, die auf den gesamten europäischen Markt ausgerichtet ist. Ein großer Vorteil aus der Sicht der Emittenten besteht darin, daß bei Zulassung an der EASDAQ gleichzeitig auch die Zulassung an der NASDAQ erfolgen kann, ohne daß weitere Auflagen erfüllt werden müssen. So erhalten Wachstumswerte durch die Doppelzulassung die Möglichkeit, kostengünstig Kapital in Europa und Amerika aufzunehmen¹¹⁵.

Für eine Notierungsaufnahme an der EASDAQ ist erforderlich, daß der Emittent besonderen Pflichten nachkommt bzw. Anforderungen erfüllt. Dazu gehört z.B. ein bestimmtes Mindestalter des Unternehmens, Jahresabschluß nach IAS oder US-GAAP in englischer Sprache oder ein bestimmtes Eigenkapital¹¹⁶.

¹¹⁴ *Kommission der Europäischen Gemeinschaften*, Mitteilung der Kommission der Europäischen Gemeinschaften über die Möglichkeit der Schaffung einer bildschirmgestützten europäischen Börse für wachstumsstarke junge Unternehmen, Kom. (95) 498 = BR-Drucks. 802/95, S. 3 ff.

¹¹⁵ *Plewka/Aymans*, DB 1996, S. 2192 (2193); *Hopt/Baum* (Fußn. 48), S. 287 (354 f); AG Report 1997, S. 172 (172).

¹¹⁶ Weiterführend *Plewka/Aymans* (Fußn. 115), S. 2192 (2193); *Hopt/Baum* (Fußn. 48), S. 287 (354 f); *Lembergen*, *Journal of International Banking and Financial Law* 1996, S. 520 (521 ff), der einen Überblick über das Regelwerk des EASDAQ gibt.

Träger der EASDAQ ist eine belgische Aktiengesellschaft. Die Börse unterliegt als geregelter Markt im Sinne der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie der belgischen Aufsicht. Die Mitglieder der EASDAQ müssen in Brüssel nicht mehr physisch präsent sein, da es sich um eine elektronische Börse handelt. Es genügt, wenn die Mitglieder, die außerhalb Belgiens ansässig sind, über eine Zulassung als Wertpapierdienstleistungsunternehmen durch ihr Heimatland verfügen, um einen Terminal an ihrem Standort aufstellen und an der EASDAQ handeln zu können. Durch den mit der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie eingeführten „europäischen Paß“ ist keine gesonderte Zulassung durch die belgische Aufsichtsbehörde erforderlich. Die Emittenten müssen vor der Zulassung zum Handel einen Prospekt vorlegen, der bei Emittenten aus der EU durch das Heimatland geprüft wird; bei außereuropäischen Emittenten nimmt die belgische Aufsicht die Prüfung des Emissionsprospekts vor¹¹⁷.

EURO.NM und EASDAQ haben den Schwerpunkt ihrer Geschäftstätigkeit auf Unternehmen aus der Wachstumsbranche gelegt. Wie die Zukunft dieser beiden Projekte aussehen wird, ist noch nicht vorherzusagen¹¹⁸. Aus deutscher Perspektive ist aber anzumerken, daß das Interesse und die Beteiligung deutscher Kreditinstitute an der EASDAQ bisher noch gering ist¹¹⁹. Ein Grund hierfür könnte sein, daß die Zukunftschancen des Neuen Marktes in Frankfurt und damit von EURO.NM nicht gefährdet werden sollen.

3. Eurolist

Zur Integration des europäischen Kapitalmarktes trägt auch das Gemeinschaftsprojekt Eurolist des Europäischen Börsenverbandes FESE bei. Eurolist wurde am 9.10.1995 mit 59 Teilnehmern, von denen 13 Gesellschaften aus Deutschland stammen, gestartet. Inzwischen

¹¹⁷ *Hopt/Baum* (Fußn. 48), S. 287 (355 f); *Lembergen* (Fußn. 116), S. 520 (520 f).

¹¹⁸ Obwohl sich beide Märkte auf Wachstumswerte spezialisiert haben, sind sie nicht identisch. An der EASDAQ werden vornehmlich größere Unternehmen notiert, während die an EURO.NM zugelassenen Unternehmen ein höheres Umsatzvolumen aufweisen. Es kann daher nicht unbedingt von einer Konkurrenz zwischen den beiden Märkten, sondern vielmehr von einer gegenseitigen Ergänzung gesprochen werden. Aus diesem Grund ist es auch nicht auszuschließen, daß die Märkte zu einem späteren Zeitpunkt fusionieren (AG Report 1997, S. 172).

¹¹⁹ Handelsblatt, 10.12.1997.

nehmen 80 Gesellschaften an Eurolist teil, wobei die Zahl der deutschen Unternehmen konstant geblieben ist¹²⁰.

Die Änderungsrichtlinie 94/18/EG¹²¹ zur Börsenprospektzulassungsrichtlinie ermöglichte Eurolist. Nach Art. 6 Ziff. 4 der geänderten Richtlinie können Wertpapiere unter bestimmten Voraussetzungen von der Prospektpflicht ganz oder teilweise befreit werden und müssen nur noch vor Notierungsaufnahme vereinfachte Informationen veröffentlichen¹²².

Eurolist soll ferner die Zulassungsfolgepflichten für Emittenten vereinfachen. Die Emittenten können durch die Teilnahme an Eurolist allen Informations- und Dokumentationspflichten, die im Falle einer Mehrfachnotierung an EU-Börsen gegenüber jeder einzelnen Aufsichtsbehörde entstünden, durch eine Mitteilung gegenüber der jeweiligen Heimatbörse erfüllen. Die von den Emittenten abgegebenen Informationen gibt die Heimatbörse in das elektronische Kommunikationssystem EMTS (*Eurolist Message Transfer System*) ein und leitet sie auf diesem Wege an alle beteiligten Börsen weiter. Neben dem Informationsaustausch soll Eurolist das Auslandslisting aber auch selbst vereinfachen. Es genügt daher, wenn ein Emittent mit seiner Heimatbörse kommuniziert und diese dann das Zulassungsverfahren mit der jeweiligen Auslandsbörse koordiniert¹²³.

Teilnahmeberechtigt an Eurolist ist aber nicht jedes börsennotierte Unternehmen. Neben einem Listing in mindestens drei europäischen Ländern wird eine Marktkapitalisierung des Unternehmens von mehr als 1 Mrd. ECU und einem jährlichen Börsenumsatz von 250 Mio. ECU vorausgesetzt. Daher wendet sich Eurolist an große europäische Unternehmen¹²⁴ und trägt somit nur in diesem Bereich zu einer Integration der Kapitalmärkte, zu einer verbesserten

¹²⁰ AG Report 1995, S. 456 (456 ff); *Hopt/Baum* (Fußn. 48), S. 287 (316).

¹²¹ RL 94/18/EWG, ABl. 1994, L 135.

¹²² Weiterführend: *Gruber* (Fußn. 52), S. 48 (49 f); *Hopt/Baum* (Fußn. 48), S. 287 (315 f).

¹²³ *Wittich*, AG 1997, S. 1 (5); AG Report 1995, S. 456 (456 ff); *von Rosen*, EuzW 1993, S. 26 (27).

¹²⁴ AG Report 1995, S. 456 (456 ff.); *Winter*, Die Bank 1994, S. 743 (743).

Transparenz und zu einer Verbesserung der Kapitalaufnahmemöglichkeiten für *blue chips*-Emittenten bei .

4. Eurex

Neben Kooperationen zwischen EU-Börsen, die oben dargestellt wurden, können aber auch Kooperationen mit Nicht-EU-Börsen das grenzüberschreitende Börsenaufsichtsrecht prägen. Ein gutes Beispiel dafür ist Eurex mit einer zur Zeit einmaligen Rechtskonstruktion. Die Deutsche Börse AG und die Schweizer Börse werden ihre Terminmärkte DTB und Soffex als faktisch gemeinsamer Markt Eurex mit einheitlicher technischer Plattform und harmonisiertem Regelwerk betreiben. Aus rechtlicher Sicht betrachtet handelt es sich bei Eurex um zwei Börsen mit zwei Börsenträgern, die die Börsendienstleistungen nur auf einer einheitlichen Plattform erbringen. Zu diesem Zweck wurden in Frankfurt und Zürich nach dem jeweiligen Recht eigenständige Eurex-Aktiengesellschaften gegründet, die als Träger der beiden Börsen dienen. Einer besonderen Beaufsichtigung der neuen technischen Plattform bedarf es daher nicht. Es bleibt bei den aufsichtsrechtlichen Zuständigkeiten der Behörden in Deutschland und in der Schweiz, deren Zusammenarbeit parallel zur Entwicklung von Eurex vorangetrieben werden soll¹²⁵.

Da die Plattform Eurex aus zwei Börsen besteht, müssen die Handelsteilnehmer und Produkte an beiden Börsen zugelassen werden. Vorteilhaft ist eine solche Rechtskonstruktion für die Handelsteilnehmer, da nur ein Clearinghaus in Frankfurt bestehen soll und damit die Handelsteilnehmer die nach deutschem und schweizerischen Recht zu erbringenden Sicherheitsleistungen nur einmal hinterlegen müssen.

Die beiden Börsen und Börsenträger werden über eigenständige Organe verfügen, wobei davon auszugehen ist, daß zur Vermeidung von Kompetenzproblemen in einer Vielzahl von Positionen Personenidentität bestehen wird.

Für das Aufsichtsrecht sind bei Eurex noch eine Reihe von Problemen zu lösen. So kann z.B. die deutsche Börsenaufsichtsbehörde von den Marktteilnehmern und deren Auftraggebern

¹²⁵ <http://www.exchange.de/eurex/press-d.html>.

gemäß § 1 a Abs. 1 S. 2 BörsG n.F. Auskünfte verlangen. In der Schweiz ist das Bankgeheimnis strafbewehrt geschützt. Käme eine schweizerische Bank als Eurex-Handelsteilnehmer der Aufforderung der deutschen Börsenaufsicht nach, Auskünfte über ihre Auftraggeber zu erteilen, so würde sie sich nach schweizerischem Recht strafbar machen. Um eine effiziente Aufsicht zu gewährleisten, wird es wahrscheinlich in den Zulassungsvoraussetzungen für die schweizerischen Marktteilnehmer Vorschriften geben, die diese verpflichten, von ihren Kunden Einverständniserklärungen über die Befreiung vom Bankgeheimnis beizubringen. Dieses Beispiel verdeutlicht, daß es bis zum Start von Eurex noch eine Reihe von Abstimmungen zwischen den deutschen und schweizerischen Behörden und Regelungen geben muß, um einen sicheren und effizienten Handel zu gewährleisten.

Nach dem Start von Eurex im Herbst 1998 ist der Anschluß weiterer Terminbörsen an das Projekt nicht ausgeschlossen. Aussichtsreichster Kandidat sind die französischen Terminbörsen. Damit entstünde ein starker Wettbewerber zu dem bisherigen europäischen Marktführer, der Londoner Liffe.

Die Rechtskonstruktion von Eurex erscheint gekünstelt. Eine technische Plattform sowie zwei selbständige Börsen und Träger sind nötig, um einen grenzüberschreitenden Handel zu ermöglichen. Dieser ungewöhnliche Aufbau wäre verständlich, wenn an den Börsen noch ein Präsenzhandel stattfände. Da aber Eurex Börsendienstleistungen auf elektronischem Wege erbringen soll, werden sich die beteiligten Börsen und Börsenträger fragen lassen müssen, ob dieser Aufwand notwendig ist. Er dürfte in erster Linie dazu dienen, einen Gesichtsverlust bei den deutschen und schweizerischen Partnern zu vermeiden. Die Entwicklung einer europäischen Handelsplattform wäre auch möglich gewesen, wenn nur eine Börse mit einem Börsenträger gegründet worden wäre und sich die deutschen und schweizerischen Initiatoren an dem Kapital des Trägers gleichmäßig beteiligt hätten. Die gegründete Börse wäre dann bei Anerkennung durch eine mitgliedstaatliche Behörde ein regulierter Markt im Sinne der WPDRL und könnte ihre Leistungen europaweit anbieten. Ein gutes Beispiel für eine solche Vorgehensweise ist die EASDAQ.

Hinzuweisen ist auf Probleme, die bei einem Ausbau von Eurex entstehen können. Wenn neue Börsen an Eurex angeschlossen werden sollen und der jetzige Organisationsaufbau beibehalten wird, dann müßten die nationalen Börsen und Börsenträger und folgerichtig auch die

Kompetenzen der Aufsichtsbehörden bestehen bleiben. Diesen enormen organisatorischen Aufwand mit dann drei oder mehr beteiligten Börsen, Börsenträgern und Aufsichtsbehörden könnte man umgehen, wenn man sich auf eine Börse einigen könnte.

5. Anschluß der Börse Wien an Frankfurt durch das elektronische Handelssystem Xetra

Abschließend sei noch der Zusammenschluß bei den Kassamärkten erwähnt. Die Wiener Börse wird 1999 an das elektronische Handelssystem Xetra der Frankfurter Wertpapierbörse angeschlossen. Die beiden Börsen nutzen Xetra dann als gemeinsame Handelsplattform¹²⁶. Auf der gemeinsamen Plattform organisieren die Börsen ihren Handel aber eigenständig, so daß es ein Marktsegment Frankfurt und ein Marktsegment Wien geben wird. Um den Handelsteilnehmern den Handel in beiden Segmenten zu ermöglichen, ist eine gegenseitige Anerkennung der Börsenmitgliedschaften geplant¹²⁷. Da die beiden Börsen bestehen bleiben, bleibt es auch bei der Beaufsichtigung durch die für die Börsen zuständigen Aufsichtsstellen.

6. Perspektiven in der Entwicklung der Kapitalmärkte

Die zukünftigen europarechtlichen Vorgaben, die zur Entwicklung der Börsenaufsicht und zu einem effizienten Börsenhandel beitragen sollen¹²⁸, können nicht erläutert werden, ohne eine Darstellung der wahrscheinlichen Entwicklungen der Märkte vorgenommen zu haben. Daher sollen in einem ersten Schritt die Entwicklungstendenzen der europäischen Börsen dargestellt werden. Dabei ist zu beachten, daß diese Entwicklung, bedingt durch eine einheitliche europäische Währung, stärker forciert werden wird, als es wahrscheinlich je eine Richtlinie vollbringen könnte.

¹²⁶ Bisher ist nicht bekannt, wie der Anschluß technisch erfolgen soll. Denkbar ist die Aufstellung eines zweiten Zentralrechners in Wien, auf dem XETRA installiert wird. Die beiden Märkte könnten dann durch Schnittstellen miteinander verbunden werden. Es kann aber auch ein Segment Wien auf dem Zentralrechner in Frankfurt eingerichtet werden.

¹²⁷ Handelsblatt vom 6.3.1998.

¹²⁸ Dazu VI. S. 50 ff.

Die Europäische Kommission ging in ihrem Weißbuch zur Schaffung eines europäischen Kapitalmarktes davon aus, daß dieses Ziel durch ein Verbundsystem der europäischen Wertpapierbörsen erreicht werde, und dadurch die Schranken zwischen den Börsen der Mitgliedstaaten abgebaut und ein gemeinschaftsweites Handelssystem errichtet werde¹²⁹.

Deutliche Anzeichen sprechen dafür, daß Börsennetzwerken in unterschiedlichen Ausgestaltungen die Zukunft gehört. Die Entstehung von Euro.NM, der Anschluß der Wiener Börse an das elektronische Börsenhandelssystem XETRA der Frankfurter Börse und das Projekt Eurex, der Zusammenschluß der Terminmärkte in Deutschland und der Schweiz, belegen dies. Begünstigt wird diese Entwicklung durch die Einführung von *remote memberships* in der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und die fortschreitende technische Entwicklung, die solche Netzwerke ermöglicht. Ob am Ende dieser Entwicklung ein integriertes Börsennetzwerk oder mehrere europäische Börsennetzwerke stehen werden, die miteinander konkurrieren, kann zum jetzigen Zeitpunkt nicht vorhergesagt werden¹³⁰.

Zunächst bleiben aber die nationalen Märkte erhalten. Ob allerdings alle 32 Kassa- und 23 Futures- & Optionsbörsen in Europa auf Dauer bestehen bleiben, erscheint unwahrscheinlich. Die Börsen verlieren durch eine einheitliche europäische Währung ein wichtiges Unterscheidungsmerkmal im internationalen Wettbewerb. Zusammen mit dem durch die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie geschaffenen standortunabhängigen, elektronischen Zugang zu Börsen und regulierten Märkten kommt es zu einem verschärften Wettbewerb. Nur wenn die jeweiligen Börsen eigene Dienstleistungsprofile entwickeln können, werden sie im Wettbewerb mit anderen Börsen und privaten Handelssystemen bestehen¹³¹. Es ist dabei auch nicht auszuschließen, daß bei einem oder mehreren europäischen Netzwerken einige Börsen gar keine Handelsorganisation im eigentlichen Sinne als primäre Aufgabe einer Börse mehr betreiben, sondern lediglich Emittenten und Wertpapierfirmen an das Netzwerk heranzuführen.

¹²⁹ *Kommission der Europäischen Gemeinschaften* (Fußn.18), S. 27 ff.

¹³⁰ *Seifert* (Fußn. 3), S. 221 (230 f.); *von Rosen*, Die Zukunft der Börsen am europäischen Kapitalmarkt, Meilensteine im Management, Finanzielle Führung, Finanzinnovationen & Financial Engineering, Teilband, hrsg. von Siegwart u.a., 1994, S. 371 (376). .

¹³¹ *Seifert* (Fußn. 3), S. 221 (232).

Im Wettbewerb wird auch die Ausgestaltung der Börsen entscheidend sein. Das Market Maker System und das Auktionssystem stehen sich dabei gegenüber. Das Market Maker System weist den Vorteil der Sofortigkeit der Orderausführung aus, während das Auktionssystem Geschäftsabschlüsse zu geringeren Transaktionskosten herbeiführt. Für institutionelle Anleger könnte dies der entscheidende Vorteil für das Auktionssystem sein¹³².

Ein deutlicher Trend geht auch hin zu den Computerbörsen¹³³. Sie können schneller und günstiger Wertpapiergeschäfte abwickeln. Präsenzbörsen sind hingegen für die Marktteilnehmer kostenintensiver, da auch nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie der Zugang zu diesen Märkten an eine Zweigniederlassung gekoppelt ist. Auffällig ist aber, daß gerade moderne Finanzplätze wie die amerikanische Wall Street immer noch über ein Börsenparkett verfügen und allein diese Tatsache für den Präsenzhandel spricht¹³⁴. Präsenzhandel in seiner reinen Form hat allerdings keine Zukunft. Nur computerunterstützter Präsenzhandel (z.B. durch Orderrouting) wird sich langfristig gegen Computerbörsen durchsetzen können.

Eine Europabörse, wie sie die verschiedenen Veröffentlichungen der Gemeinschaftsorgane beschreibt, scheint aber nicht zukunftsweisend zu sein. Zum einen dürfte sie politisch in den einzelnen Mitgliedstaaten nicht durchsetzbar sein, zum anderen wird sie von den

¹³² Breuer, Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarkt, in: Die Börse der Zukunft, hrsg. von Gerke, 1997, S. 1 (12); Seifert (Fußn. 3), S. 221 (230 f).

¹³³ Zu den Vorteilen elektronischer Handelssysteme und Computerbörsen beispielhaft: Picot/Bortenlänger/Röhrl, Börsen im Wandel, 1996, S. 33 ff; Gerke, DBW 1993, S. 725 (732 ff). Zu den Anforderungen, die an elektronische Handelssysteme zu stellen sind siehe Gut, Fairness in Netzwerken am Beispiel einer elektronischen Börse, 1997, S. 41.

¹³⁴ Weiterhin fehlt dem Computerhandel die menschliche Marktkomponente mit all ihren Schwächen und Stärken. Zu den Stärken sind insbesondere die Kreativität, Dynamik und Phantasie der Marktteilnehmer zu zählen, die den Handel an Präsenzbörsen entscheidend beeinflusst. Dies könnte dazu führen, daß für kleinere, wenig liquide Aktienwerte ein computergestützter Präsenzhandel bestehen bleibt, da eine faire Kursbildung im Computerhandel, bei dem Einzelaufträge zu großen Kursschwankungen führen können, nicht immer gewährleistet ist, so Schwilling, in: FS für Büschgen, 1997, S. 413 (435 f). Eine Alternative zum Präsenzhandel wäre bei kleineren Aktienwerten der Computerhandel im Market Maker System.

Marktteilnehmern und Emittenten nicht gewünscht. Die Stärke eines europäischen Kapitalmarktes besteht nicht in der Einheitlichkeit des Angebots an den Märkten, sondern gerade in seiner Vielfalt und Vielschichtigkeit. Damit können sowohl Großunternehmen als auch Wachstumsunternehmen Kapital am Markt aufnehmen und die unterschiedlichen Bedürfnisse der Anleger befriedigt werden. Mit einer Europabörse ginge die Innovationsfähigkeit der Börsen verloren, und der europäische Kapitalmarkt müßte gegenüber den asiatischen und amerikanischen Märkten, aber auch gegenüber außerbörslichen Märkten Wettbewerbsnachteile in Kauf nehmen¹³⁵.

VI. Problemstellungen im gegenwärtigen EU-Börsenrecht

Das dargestellte Recht des europäischen Kapitalmarktes ist aber nicht ohne Kritik geblieben. An dieser Stelle sollen daher einige zentrale Probleme und die dazu angebotenen Lösungsvorschläge erörtert werden¹³⁶.

1. Konzeptlosigkeit des europäischen Kapitalmarktrechts

Ein wesentlicher Kritikpunkt an den Harmonisierungsmaßnahmen und damit am Aufbau eines europäischen Kapitalmarkts ist, so wird argumentiert¹³⁷, die Konzeptlosigkeit des europäischen Gesetzgebers. Die Darstellung der von der Europäischen Union verfolgten Konzepte zur Schaffung eines europäischen Kapitalmarkts zeige, daß Ziele des Harmonisierungsprozesses nicht erkennbar seien. Insbesondere bestehe eine Reihe von Unklarheiten bei der Schaffung eines integrierten Kapitalmarkts durch die Mindestharmonisierung und der damit verbundenen Auswahl der Harmonisierungsfelder und -maßnahmen¹³⁸. Notwendig sei aber sowohl eine Abstimmung der verschiedenen Harmonisierungsbereiche innerhalb des Kapitalmarktrechts als auch eine Abstimmung des Kapitalmarktrechts mit anderen Harmonisierungsfeldern wie dem

¹³⁵ Breuer (Fußn. 132), S. 1 (12); Zaß (Fußn. 13), S. 207 (220).

¹³⁶ Zu allgemeinen Problemen der Harmonisierungspolitik: Assmann (Fußn. 21), S. 61 (116 ff) mwN.

¹³⁷ Assmann (Fußn. 21), S. 61 (71 ff); Horn (Fußn. 50), S. 4.

¹³⁸ Assmann (Fußn. 21), S. 61 (71 ff); Horn (Fußn. 50), S. 4; Lee (Fußn. 27), S. 187 (199 f).

Gesellschafts- und Steuerrecht. Das Fehlen eines Harmonisierungskonzeptes könne das Entstehen eines wettbewerbsfähigen europäischen Kapitalmarktes verhindern¹³⁹.

Eine gewisse Konzeptlosigkeit des europäischen Gesetzgebers ist unbestreitbar, da eine Mindestharmonisierung und gegenseitige Anerkennung nur die Mittel zur Umsetzung eines Konzeptes sein sollten. Die Konzeptlosigkeit liegt aber in dem Umstand begründet, daß es gerade im Bereich des Wirtschaftsrechts sehr schwierig ist, die Belange und Interessen der einzelnen Mitgliedstaaten zu vereinigen. Ohne die Mitgliedstaaten ist es aber der EU nicht möglich, ein von ihr geschaffenes Konzept durchzusetzen. Dies zeigt sich auch am Scheitern des Konzepts der Vollrechtsvereinheitlichung in den 60er und 70er Jahren. Naturgemäß bestehen bei einer Mindestharmonisierung immer Regelungslücken. Diese sind dann durch neue Richtlinien oder die Kräfte des Wettbewerbs zu schließen¹⁴⁰.

Um es dem Rechtsanwender einfacher zu machen, die Ziele und Tendenzen des europäischen Gesetzgebers zu verstehen, wäre es angebracht, das Gesetzgebungsverfahren transparenter zu gestalten. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt werden nur die Richtlinienvorschläge und die beschlossenen Richtlinien veröffentlicht. Dabei können die Erwägungsgründe, die dem Richtlinieninhalt vorangestellt sind, nur einen kurzen Ausschnitt der eigentlichen Beweggründe geben. Es wäre daher auf europäischer Ebene daran zu denken, die Protokolle der Sitzungen der Kommission und des Rates und eventueller Expertenanhörungen zu veröffentlichen. Dadurch könnte die Auswahl der Harmonisierungsmaßnahmen und Harmonisierungsfelder für die Praxis deutlicher werden, und es wären auch zukünftige Entwicklungen abzuschätzen.

2. Mangelnde Implementationskontrolle

Eine Mindestharmonisierung des Kapitalmarktrechts durch Richtlinien wirft das Problem der Implementationskontrolle auf. Die einzelnen Richtlinien sind von den Mitgliedstaaten in das nationale Recht umzusetzen. Dabei sind die Ziele der Richtlinien verbindlich, die Wahl der Form und Mittel bleibt allerdings gemäß Art. 189 Abs. 3 EGV dem nationalen Gesetzgeber

¹³⁹ Assmann (Fußn. 21), S. 61 (77 f.).

¹⁴⁰ Lutter (Fußn. 22), S. 94; kritisch gegen den Vorwurf der Konzeptlosigkeit Deckert/von Rüden (Fußn. 6), S. 46 (53).

überlassen. Die großen Unterschiede im Kapitalmarktrecht der einzelnen Staaten erschweren eine Kontrolle der Umsetzung durch die Mitgliedstaaten. Hinzu kommt, daß die Richtlinien über eine Vielzahl von Wahlmöglichkeiten verfügen¹⁴¹.

Der nationale Gesetzgeber setzt Richtlinien oft verspätet um. Der EuGH hat allerdings anerkannt, daß auch nicht umgesetzte Richtlinien Rechtsfolgen nach sich ziehen können. Nach Ablauf der Umsetzungsfrist ist eine unmittelbare Geltung von Richtlinien und eine Haftung des Mitgliedstaates auf Schadensersatz anerkannt¹⁴². Solche Rechtsfolgen können zwar die Vollzugsdefizite im Einzelfall ausgleichen, führen aber nicht zum Aufbau eines einheitlichen Kapitalmarktes. Es kann nicht Aufgabe der Unternehmen und Privatleute sein, mit dem Mittel der Klage gegen den Mitgliedstaat die Nichtumsetzung von Richtlinien zu rügen und so Aufgaben des europäischen Gesetzgebers wahrzunehmen.

Die Nichtumsetzung von Richtlinien mag darauf beruhen, daß der nationale Gesetzgeber die heimischen Unternehmen vor Wettbewerbsnachteilen durch das vermehrte Auftreten ausländischer Konkurrenten und vor dem Verlust bisher bestehender Privilegien schützen will. Dabei wird von ihm nicht bedacht, daß gerade die planmäßige Umsetzung von Richtlinien einen Wettbewerbsvorteil für die Unternehmen begründen kann¹⁴³. Belegen läßt sich diese These durch die schnelle Umsetzung der OGAW-Richtlinie in Luxemburg, die dazu führte, daß die luxemburgischen Investmentfonds durch erweiterte Anlagemöglichkeiten einen Wettbewerbsvorsprung erhielten¹⁴⁴. Setzt der Gesetzgeber hingegen die Richtlinie erst verspätet um, so bleiben die nationalen Wettbewerber hinter dem internationalen Standard zurück; dieser Rückstand dürfte kaum mehr aufzuholen sein.

¹⁴¹ Assmann (Fußn. 21), S. 61 (118 ff.). Zu den Wahlmöglichkeiten, von denen die Bundesregierung bei der Umsetzung der Börsenzulassungs-, Börsenprospekt- und Wertpapierverkaufsprospektrichtlinie Gebrauch gemacht hat beispielhaft *Raida* (Fußn. 40), S. 229 (233 ff).

¹⁴² *Diag/Schmidt*, in: Groeben/Thiesing/Ehlermann, Art. 189, Rn. 41 f mit einem Überblick über die Rechtsprechung des EuGH.

¹⁴³ *Von Rosen* (Fußn. 123), S. 26 (26).

¹⁴⁴ *Storck* (Fußn. 3), S. 438 (444).

Durch die verspätete und ungenaue Umsetzung von Richtlinien wird die Wettbewerbsfähigkeit des europäischen Kapitalmarktes gefährdet. Erforderlich ist daher eine wirksame Implementationskontrolle, die bisher von der EU nicht gewährleistet wurde¹⁴⁵. Die Kommission hat durch die Vertragsverletzungsklage gemäß Art. 169 Abs. 1 EGV und einer daran anschließenden Zwangsgeldfestsetzung gemäß Art. 171 Abs. 2 S. 2 EGV die Möglichkeit, die Mitgliedstaaten zur Umsetzung der Richtlinien anzuhalten. In anderen Bereichen hat es aber vom Ablauf der Umsetzungsfrist bis zur Beantragung eines Zwangsgeldes beim EuGH zehn Jahre gedauert¹⁴⁶. Eine solche Zeitspanne würde im Bereich des Kapitalmarktes zu nicht mehr behebbaren Wettbewerbsverzerrungen und damit zu einer Gefährdung des Binnenmarktes führen. Für die Zukunft hat sich die Kommission aber das Ziel gesetzt, insbesondere bezogen auf die WPDRL, KARL und die zu erwartenden Änderungen eine wirksame Implementationskontrolle zu leisten¹⁴⁷. Der bei der Kommission einzurichtende Wertpapierausschuß könnte die Umsetzung der kapitalmarktrechtlichen Richtlinien mit überwachen und auf diese Weise zusammen mit der Kommission die Entwicklung eines einheitlichen Kapitalmarktes fördern.

3. Europäische Börsenzulassung für Wertpapiere

Verschiedene Richtlinien haben die gegenseitige Anerkennung von Börsen- und Emmissionsprospekten verwirklicht. Damit erhielten die Emittenten einen kostengünstigen und leichteren Zugang zu den Kapitalmärkten der Mitgliedstaaten. Sie erhielten aber nicht, wie Banken, Versicherungen und Wertpapierfirmen, einen europäischen Paß, der ihnen den Zugang zu den einzelnen Märkten sichert¹⁴⁸. Erst wenn mit der Zulassung in einem Staat gleichzeitig auch der Zugang zu den Märkten der anderen Staaten erreicht wird, kann das Ziel einer Marktdurchdringung und -erweiterung und damit eines einheitlichen europäischen

¹⁴⁵ Assmann (Fußn. 21), S. 61 (118 ff). So wurde die bis zum 31.12.1995 in das nationale Recht umzusetzende WPDRL in Deutschland erst zum 1.1.1998 vollständig umgesetzt.

¹⁴⁶ So bei der Umsetzung der Produkthaftungsrichtlinie in Frankreich, vgl. <http://europa.eu.int/rapid>.

¹⁴⁷ Komm(97) 1987, S. 8.

¹⁴⁸ Lutter (Fußn. 22), S. 96; Assmann (Fußn. 21), S. 61 (89f.), Gleske (Fußn 7), S. 131 (149).

Kapitalmarktes verwirklicht werden. Eurolist ist im Bereich der *blue chips* daher der Schritt in die richtige Richtung.

4. Wettbewerbsneutrale Umsetzung von Richtlinien

Der nationale Gesetzgeber ist bei der Umsetzung einer Richtlinie berechtigt, von den in der Richtlinie vorgeschriebenen Wahlmöglichkeiten Gebrauch zu machen. Gleichfalls kann er in den meisten Fällen strengere, nicht diskriminierende Regelungen erlassen. Dies kann aber dazu führen, daß deutsche Banken und Wertpapierfirmen durch die heimischen Vorschriften zur erforderlichen Eigenkapitalunterlegung schlechter gestellt werden als europäische Wettbewerber. Es ist dann nicht auszuschließen, daß die Unternehmen ins Ausland abwandern und dies sich für den Finanzplatz Deutschland negativ auswirkt. Der nationale Gesetzgeber muß daher auf eine wettbewerbsneutrale Umsetzung von EG-Richtlinien achten¹⁴⁹.

5. Börsenzwang in den Richtlinien

Ein weiterer Kritikpunkt am europäischen Börsenrecht ist die in der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie enthaltene Möglichkeit für die Mitgliedstaaten, das Wertpapiergeschäft auf geregelte Märkte zu konzentrieren. Da aber nur solche Handelssysteme die Freiheiten der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie erhalten, die als geregelte Märkte anerkannt sind, blieben diese den *proprietary trading systems*, anderen privaten Handelssystemen und nicht geregelten Märkten mangels eines europäischen Passes meist vorenthalten. Dies bewahre die bestehenden Börsen vor dem Wettbewerb mit diesen Handelssystemen, wenn von Zwangskonzentration auf geregelte Märkte und damit auf Börsen Gebrauch gemacht wird. Für institutionelle Anleger und solche, die über besondere Fachkenntnisse verfügen, stellten aber gerade private Handelssysteme eine gute Alternative zu Börsen dar. Proprietäre Handelssysteme könnten die Vorteile von Börsen erbringen, sind aber für Anleger, die auf den Schutzstandard von Börsen verzichten können, kostengünstiger. Werden professionellen Anlegern der Zugang zu kostengünstigen Systemen verweigert, sind diese durch den Wettbewerbsdruck gezwungen, auf andere, außereuropäische Märkte

¹⁴⁹ Kopper, in: FS für Büschgen, 1997, S. 289 (297).

auszuweichen¹⁵⁰. Eine solche Regulierung des europäischen Kapitalmarkts könnte sich für diesen kontraproduktiv auswirken.

Es wurde aber gezeigt, daß der Börsenzwang nur in einem sehr begrenzten Umfang wirksam ist und abgestuft nach dem Schutzbedürfnis der Anleger andere Handelssysteme zuzulassen sind¹⁵¹. Weiterhin führt der europäische Paß für regulierte Märkte dazu, daß unterschiedliche Märkte und Marktsegmente, die unterschiedlich reguliert sind, EU-weit ihre Dienstleistungen erbringen können. Auf die Wettbewerbsfähigkeit der einheimischen Börsen hätte dies bei bestehendem Börsenzwang nachteilige Auswirkungen. Die Mitgliedstaaten sollten die *concentration clause* nicht ausüben und so allen Anlegergruppen Zugang zu neuen Handelsmöglichkeiten eröffnen.

6. Überregulierung des europäischen Börsen- und Kapitalmarktrechts

Nicht nur von einer fehlenden Regulierung des europäischen Kapitalmarkt- und Börsenrechts können Gefahren für einen Finanzplatz ausgehen, sondern auch von einer Überregulierung.

So wird beklagt, daß der Inhalt der Prospekte (Art. 4 Abs. 1 Börsenprospektzulassungsrichtlinie und Art. 11 Abs. 1 Wertpapierverkaufsprospektrichtlinie) auf die Bedürfnisse von privaten und institutionellen Anlegern zugeschnitten sein müßte. Dieser Umstand führe zu einer Informationsdichte, die für den Kleinanleger jedoch mangels Fachkenntnissen gar nicht mehr überschaubar sei. Daher sei ein Kurzprospekt für den Kleinanleger sinnvoller, dieser sei aber von den verschiedenen Richtlinien nicht vorgesehen. Für den institutionellen Anleger hingegen sei ein ausführlicher Prospekt ebenfalls nicht notwendig, da er sich die notwendigen Informationen auch auf andere Weise kostengünstig besorgen könne. Nehme man von einem umfangreichen und detaillierten Zulassungsprospekt Abstand, so wären die Kosten einer Emission für den Emittenten geringer¹⁵².

¹⁵⁰ Breuer (Fußn. 132), S. 1 (9 f); Hopt/Baum (Fußn. 48), S. 287 (429) mwN; Lee (Fußn. 27), S. 187 (194).

¹⁵¹ Dazu siehe IV. 3. a) bb), S. 31 f.

¹⁵² Assmann, AG 1993, S. 549 (560); zustimmend auch Deckert/von Rüden (Fußn.6), S. 46 (53). Kritisch gegen das Kostenargument Gruber (Fußn. 52), S. 48 (51).

Natürlich kann ein Kurzprospekt die komplexen Risiken einer Wertpapieranlage nur unvollständig zusammenfassen und beinhaltet damit für den Emittenten ein hohes Haftungsrisiko¹⁵³. Als ein Kompromiß zwischen den in den Richtlinien vorgeschriebenen Prospekten und dem Kurzprospekt bietet sich ein amerikanischer Vorschlag an. Dort müssen in Zukunft Prospekte, Werbematerialien und Geschäftsberichte in einer einfachen und verständlichen Sprache verfaßt sein, damit diese eine möglichst große Gruppe von Privatanlegern verstehen kann¹⁵⁴. Haftungsrisiken, wie sie mit einem Kurzprospekt einhergehen, wären damit für den Emittenten nicht verbunden und die Anleger könnten bei einer verständlicheren Sprache die Informationen besser aufnehmen und die Risiken einer Wertpapieranlage erkennen. Solche Prospekte könnten dann den Belangen von Emittenten, Kleinanlegern und Großanlegern gerecht werden.

Weiterhin ist die EU bemüht, die Publizitätspflichten und die damit verbundenen Kosten für die Emittenten zu begrenzen. Hier ist insbesondere auf die Änderungsrichtlinie 94/18/EG und das damit verbundene Projekt Eurolist zu verweisen¹⁵⁵.

Ein technisches Umsetzungsproblem sei am Ende der Überlegungen zur Überregulierung noch erwähnt. Der Gesetzgeber muß bei der Umsetzung von Richtlinien in die nationalen Gesetze Sorge dafür tragen, daß diese auch für den Gesetzesanwender verständlich und überschaubar bleiben. Im Bereich der Umsetzung von EG-Richtlinien in das Kreditwesengesetz oder bei § 40 a Abs. 1 BörsG ist der Gesetzgeber diesem Erfordernis nicht gerecht geworden. Dies liegt zum einen an einer nicht gelungenen Umsetzung, zum anderen aber auch an den teilweise perfektionistischen Vorgaben der Richtlinien¹⁵⁶. Da diese aber grundsätzlich nur einen Rahmen geben sollen, verbieten sich Detailregelungen auf der EU-Ebene. Diese sollten besser von nachgelagerten, mitgliedstaatlichen Ebenen erlassen werden. Dadurch würde auch eine erhöhte Flexibilität des Börsenrechts gewährleistet. Ferner könnte besser auf Änderungen in der

¹⁵³ Grundmann (Fußn. 5), S. 103 (133).

¹⁵⁴ Handelsblatt vom 31.3.1998, S. 35.

¹⁵⁵ Dazu siehe oben V. 3, S. 43 ff.

¹⁵⁶ Kopper (Fußn. 149), S.289 (297).

technischen oder rechtlichen Entwicklung reagiert werden, ohne den bürokratischen Apparat der EU in Anspruch nehmen zu müssen.

7. Das Verhältnis zu Drittstaaten

Auch ein kurzer Ausblick auf die Behandlung von Unternehmen aus Drittstaaten im europäischen Kapitalmarktrecht sei gestattet. In fast allen Richtlinien lassen sich Vorschriften über die Drittländerbehandlung finden. Sie sind geprägt vom Reziprozitätsprinzip. Unternehmen aus Drittstaaten kommen danach nur in den Genuß der Freiheiten, die für EU-Unternehmen gelten, wenn europäischen Unternehmen auf dem Markt des Drittstaats entsprechende Freiheiten eingeräumt oder wie Inlandsunternehmen behandelt werden. Die Reziprozitätsklausel kann dazu führen, daß Drittstaaten Marktzugangshindernisse für europäische Unternehmen abbauen. Sie kann aber auch gerade zu einer Marktabstottung und damit zu einer Wettbewerbsbehinderung europäischer Unternehmen führen, wenn der Drittstaat aus rechtlichen oder tatsächlichen Gründen nicht gewillt oder nicht in der Lage ist, den Anforderungen des Reziprozitätsprinzips gerecht zu werden¹⁵⁷.

Die mit der Reziprozitätsklausel einhergehende Konzentration der EU auf den europäischen Kapitalmarkt kann aber durch die Globalisierung des Kapitalmarktes zu Problemen führen. Zum einen können Defizite des europäischen Kapitalmarktrechts durch die wirtschaftliche Macht der EU mit Hilfe der Reziprozitätsklausel in Drittstaaten exportiert werden und so den globalen Kapitalmarkt schwächen. Zum anderen können europäische Unternehmen auf dem globalen Kapitalmarkt schlechter agieren, wenn nicht andere Organisationen ein vergleichbares kapitalmarktpolitisches Umfeld schaffen¹⁵⁸.

Insbesondere ist daran zu denken, daß die Erleichterungen für die Zulassung von Wertpapieren durch die gegenseitige Prospektanerkennung nicht nur auf die EU beschränkt bleiben, sondern auch auf Drittstaaten auszudehnen ist, wenn in diesen ein vergleichbarer Anleger- und

¹⁵⁷ Oppermann, *Europarecht*, 1991, S. 686 ff; Assmann (Fußn. 21), S. 61 (130 f.).

¹⁵⁸ Assmann (Fußn. 21), S. 61 (132).

Funktionenschutz gewährleistet ist¹⁵⁹. Verwiesen sei hier auf die Tätigkeit der IOSCO in diesem Bereich¹⁶⁰.

8. Zentralisierung der europäischen Börsen- und Kapitalmarkt-aufsicht ?

Infolge der zunehmenden grenzüberschreitenden Wertpapiertransaktionen und der zunehmenden Computerisierung des Handels stellt sich die Frage, ob an der gegenwärtigen Aufsichtsstruktur in der EU festgehalten werden soll. Der Aufbau der Aufsicht über geregelte Märkte, Wertpapierfirmen und Banken stellt sich gegenwärtig so dar, daß die Genehmigungskompetenz und Aufsicht über die geregelten Märkte bei den jeweiligen Mitgliedstaaten liegt. Bei den Wertpapierfirmen und Banken gilt das Prinzip des europäischen Passes mit der Kontrolle durch den Herkunftsstaat und dem Recht, in jedem Mitgliedstaat Dienstleistungen anbieten zu können.

Eine ausgiebige wissenschaftliche Diskussion über eine tiefgreifende Änderung der Aufsichtsstruktur über die Börsen findet gegenwärtig nicht statt. Stellungnahmen hierzu wurden nur vereinzelt abgeben¹⁶¹. Soweit diese überhaupt für eine Zentralisierung der Aufsicht plädierten, gestanden die Antworten ein, daß eine solche zum jetzigen Zeitpunkt politisch nicht durchsetzbar sei¹⁶². Auch die EU-Kommission beabsichtigt nicht, Änderungen in der Harmonisierungspolitik und bei den aufsichtsrechtlichen Vorgaben vorzunehmen. Die Kommission will damit keine Kompetenzen der Mitgliedstaaten auf Gemeinschaftsorgane

¹⁵⁹ Hopt/Baum (Fußn. 48), S. 287 (443 f) mwN.

¹⁶⁰ Dazu siehe III. 3. a), S. 12 ff.

¹⁶¹ Gegen eine Zentralisierung der Aufsicht: Seidel (Fußn. 21), S. 575 (586); Steil, *The European Equity Markets*, 1996, S. 134 f; differenzierend: Wymeersch (Fußn. 14), S. 218 ff; Izquierdo (Fußn. 10), S. 162 ff; Lee (Fußn. 27), S. 187 (202 ff). Für eine Zentralisierung Gower, *Capital and Securities Regulation in the Light of the Recent British Experience*, in: *European Business Law*, hrsg. von Buxbaum u.a., 1991, S. 307 (307 ff). Über die Positionen zur Einführung einer zentralisierten europäischen Bankenaufsicht: Horn, *ZBB* 1989, S. 107 (111) mwN.

¹⁶² Lee (Fußn. 27), S. 187 (187); Gower (Fußn. 161), S. 307 (307 ff).

verlagern¹⁶³. Im folgenden sollen die bisherigen Vorschläge für eine Zentralisierung der Aufsicht über Kapitalmärkte kritisch vorgestellt werden. Daran schließt sich eine Darstellung über die rechtlichen Möglichkeiten zur Schaffung einer zentralisierten europäischen Börsenaufsicht an.

a) Vorschläge zur Zentralisierung der Aufsicht

Als Ausgangspunkt dient hier der *Segré*-Bericht von 1966. Es wurde darin vorgeschlagen, eine der amerikanische *Securities and Exchange Commission* ähnliche Organisation auf EWG-Ebene einzusetzen und mit der Publizitätskontrolle zu betrauen. Dabei war auch der Sachverständigenkommission bewußt, daß dieser Vorschlag politisch nicht durchsetzbar ist, aber angeblich der „Dimension der Märkte“ gerecht wird¹⁶⁴. Als Alternativlösung wurde ein Koordinierungsausschuß auf EWG-Ebene vorgeschlagen, der zwar keine gesetzlichen Befugnisse haben, jedoch die Einhaltung der Publizitätsvorschriften überwachen und bei Verstößen die Behörden in den Mitgliedstaaten verständigen sollte, die dann letztendlich den Verstoß sanktionieren¹⁶⁵. Wie sich dann später in den Richtlinien zur Publizität¹⁶⁶ gezeigt hat, konnte sich dieser Vorschlag nicht durchsetzen. Gegenwärtig plant die EU auch keine Zentralisierung der Aufsichtsbefugnisse¹⁶⁷.

Izquierdo forderte 1989 in Übereinstimmung mit den heute bestehenden EU-Vorgaben zur Börsen- und Kapitalmarktaufsicht eine grundsätzliche Zuständigkeit der Mitgliedstaaten für die Beaufsichtigung der Märkte. Für bestimmte Bereiche sei aber eine zentralisierte Aufsicht unerlässlich. So sei für Insidergeschäfte eine ausschließlich national durchgeführte Aufsicht nicht effizient. Daher müsse auf der EG-Ebene eine zweite Aufsichtsinstanz hinzukommen (duales System). Es sei ein EG-Ausschuß einzurichten, der bei dem Verdacht von

¹⁶³ Kom(97) 187, S. 8.

¹⁶⁴ *Kommission der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft* (Fußn. 11), S. 249.

¹⁶⁵ *Kommission der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft* (Fußn. 11), S. 249.

¹⁶⁶ Siehe die Regelungen in der Börsenzulassungsrichtlinie, Börsenprospektrichtlinie und Emissionsprospektrichtlinie.

¹⁶⁷ Kom(97) 187, S. 8

Insidergeschäften die nationalen Kontrollinstanzen informiere, die dann die weiteren Untersuchungen durchführe¹⁶⁸.

Nach Einführung der EG-Insiderrichtlinie und ihrer Umsetzung in den einzelnen Mitgliedstaaten hat sich allerdings gezeigt, daß eine effiziente Aufsicht über Insidergeschäfte auf nationaler Ebene, verbunden mit einem internationalem Informationsaustausch, möglich ist. Daher ist der Vorschlag von *Izquierdo* aus der heutigen Sicht abzulehnen.

Gower plädierte für eine Übernahme des englischen Aufsichtssystems nach dem *Big Bang* und Erlaß des *Financial Services Act* im Jahre 1986 für die EG¹⁶⁹. Da sich dieses System an der amerikanischen Regelung zur Wertpapier- und Börsenaufsicht anlehne, komme es zu einer globalen Rechtsangleichung im Bereich des Kapitalmarktrechts, die den Marktzutritt für Unternehmen aus beiden Rechtskreisen erleichtere. Weiterhin sei es wichtig, die Überwachung sämtlicher Finanzdienstleistungen unter einem Dach durchzuführen. *Gower* gestand aber schon damals ein, daß sein Vorschlag politisch nicht durchsetzbar sei¹⁷⁰.

Einer Übertragung des britischen Aufsichtssystems auf die EU stehen aber entscheidende Bedenken entgegen, da dieses System als sehr kompliziert gilt¹⁷¹. Drei Ebenen sind zu unterscheiden: Das Finanzministerium bildet die erste Ebene, wobei das *Secretary of State*, welches durch das *Department of Trade and Industry* handelt, grundsätzlich zuständig ist und die anlegerschützenden Normen des *Financial Service Act* durchsetzt. Die zweite Aufsichtsebene bildet der *Securities and Investment Board*, dem aber von der ersten Ebene eine Reihe von Befugnissen übertragen werden. Die dritte Ebene besteht aus den Selbstverwaltungseinrichtungen (*Recognized Self-Regulating Organizations* und *Recognized Investment Exchanges*). Diesen Organisationen obliegt die Aufsicht über die im *investment*

¹⁶⁸ *Izquierdo* (Fußn. 10), S. 162 ff.

¹⁶⁹ *Gower* (Fußn. 161), S. 307 (314 ff); zum System der Aufsicht in Großbritannien weiterführend: *Ellger/Kalss*, Börsen- und Kapitalmarktrecht des Vereinigten Königreichs, in: Börsenreform, hrsg. von: Hopt/Rudolph/Baum, 1997, S. 594 (720 ff).

¹⁷⁰ *Gower* (Fußn. 161), S. 307 (314 ff).

¹⁷¹ So auch *Hopt*, in: European Business Law, 1991, S. 333 f.

business tätigen Personen. Sie haben aber bei Verstößen keinerlei Sanktionsbefugnisse und müssen sich dafür an die zweite Ebene wenden. Inzwischen ist dieser Aufsichtsaufbau wegen seiner zersplitterten Zuständigkeiten und Interessenkonflikte in den Selbstverwaltungsorganisationen in die Kritik geraten. Es steht deshalb eine Reform der britischen Börsen- und Kapitalmarktaufsicht bevor¹⁷². Da ein reformbedürftiges System nicht auf die EU übertragen werden sollte, ist der Vorschlag von *Gower* aus heutiger Sicht abzulehnen.

Lee spricht sich für eine differenzierte Aufsichtsstruktur aus. Grundsätzlich sei an der gegenwärtigen Aufsicht nach der Vorgabe der EU-Richtlinien festzuhalten. Es sei aber eine wesentliche Änderung erforderlich. Ziel der Rechtsetzung mit Richtlinien sei es, die Leitlinien einer Politik festzulegen und damit als Grundlage für weitere Detailregelungen und die Judikative zu dienen. In Ausführungsbestimmungen zu den Richtlinien, die kein Gesetzgebungsverfahren auf der Ebene der EU durchlaufen müssen und daher flexibler auf Änderungen reagieren können, seien die Anforderungen an die Aufsicht und die Unternehmen näher zu regeln. Die EU-Kommission vermenge bei der gegenwärtigen Gesetzgebung die Funktionen von Richtlinien und Ausführungsbestimmungen¹⁷³. Um aber flexible Ausführungsbestimmungen zu schaffen, die auf die rechtlichen und tatsächlichen Änderungen im Bereich des Kapitalmarktrechts angemessen und schnell reagieren können, spricht sich *Lee* für eine strikte Trennung von Richtlinieninhalten, die den Rahmen geben sollen, und Ausführungsbestimmungen mit Detailregelungen aus. Die Ausführungsbestimmungen seien von einem Organ auf der Ebene der EU unmittelbar gültig zu erlassen, um den Mitgliedstaaten nicht die Möglichkeit zu geben, über die Ausführungsbestimmungen die heimischen Unternehmen zu schützen und damit das Ziel eines einheitlichen Kapitalmarktes zu gefährden. Als Organ für den Erlaß von Ausführungsbestimmungen schlägt er ein neu zu schaffendes

¹⁷² *Hopt/Baum*: Börsenrechtsreform, Sonderbeilage der WM 4/1997, S. 1 (7); *Ellger/Kalss* (Fußn. 169), S. 594 (741 ff), jeweils mwN.

¹⁷³ *Lee* (Fußn. 27), S. 187 (197 ff). So z.B. in Art. 21 Abs. 2 WPDR, der die Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichten über Kurse und Umsätze an geregelten Märkte festlegt.

Organ oder - als näher liegende Möglichkeit - die Kommission vor¹⁷⁴. *Lee* gesteht aber ein, daß sein Vorschlag zur gegenwärtigen Zeit in der EU politisch nicht durchsetzbar sei¹⁷⁵.

Lee ist darin zuzustimmen, daß die Richtlinien in Einzelfällen Sachverhalte zu genau regeln. Für die Flexibilität der Gesetzgebung wäre es besser, wenn Detailregelungen einer anderen Ebene überlassen blieben. Der Weg durch ein langes Gesetzgebungsverfahren könnte somit vermieden werden. Einer Übertragung der Befugnis zum Erlaß von Ausführungsbestimmungen auf die Kommission stehen aber erhebliche Bedenken gegenüber. Im Ergebnis würde dies bedeuten, daß neben zwei unterschiedlichen Gesetzgebern (EU beim Erlaß der Richtlinien und der nationale Gesetzgeber bei der Umsetzung) und der Kommission für den Erlaß der Ausführungsbestimmungen noch eine bis auf drei Ebenen unterteilte mitgliedstaatliche Aufsicht für den Erlaß von Regelungen und die Beaufsichtigung der Märkte zuständig wäre. In Zeiten, in denen die Deregulierung der Kapitalmärkte vorangetrieben werden soll und eine zu starke Regulierung der Märkte als Wettbewerbshindernis gesehen wird, verbietet sich aber die Einführung einer weiteren rechtsetzenden Instanz. Ein weiteres Problem am Vorschlag von *Lee* ist, daß nicht deutlich wird, in welchem Umfang die Kommission oder eine andere EU-Behörde zum Erlaß von Ausführungsbestimmungen ermächtigt werden soll. Damit blieben die Zuständigkeiten des nationalen Gesetzgebers für nicht unter die Ausführungsbestimmung fallende Bereiche unklar. Ferner ist anzumerken, daß eine rechtsetzende Instanz, die für die Mitgliedstaaten verbindliche Regelungen erlassen kann, eine Abkehr vom Prinzip der Mindestharmonisierung für den Bereich des Kapitalmarktrechts bedeutete. Das ohnehin schon schwer zu erkennende Konzept zur Schaffung eines einheitlichen Kapitalmarktes würde weiter geschwächt. Abschließend ist anzumerken, daß der EGV für die Kommission keine Ermächtigungsgrundlage für den Erlaß von Ausführungsbestimmungen, wie sie *Lee* vorschlägt, vorsieht. Als Handlungsformen sind im EGV nur die Verordnung, Richtlinie, Entscheidung und die Stellungnahme bekannt. Es erscheint auch nicht ratsam, eine neue Handlungsform nur für den Bereich der Kapitalmärkte einzuführen. Folglich ist eine Umgestaltung der Kompetenzen der Kommission oder die Einführung einer neuen EU- Behörde abzulehnen.

¹⁷⁴ *Lee* (Fußn. 27), S. 187 (202 ff).

¹⁷⁵ *Lee* (Fußn. 27), S. 187 (187).

b) Rechtliche Möglichkeiten zur Zentralisierung der Börsen- und Kapitalmarktaufsicht auf ein EU-Organ

Neben den oben angeführten Bedenken zur Zentralisierung der Kapitalmarkt- und Börsenaufsicht soll hier untersucht werden, welche rechtlichen Hindernisse einer solchen Zentralisierung entgegenstehen.

Ohne einen näher differenzierten Vorschlag zum Aufbau und zur Ausgestaltung eines Aufsichtssystems machen zu wollen, sind hier kurz die verschiedenen Möglichkeiten anzusprechen. Es könnte auf der Ebene der EU eine Behörde geben, die die Börsen und geregelten Märkte überwacht und die mit eigenen Sanktionsbefugnissen ausgestattet ist. Ferner könnte diese Aufgabe, ähnlich wie im Wettbewerbsrecht (Artt. 88, 89 EGV), auch von der Kommission wahrgenommen werden. Denkbar ist aber auch, daß auf der EU-Ebene nur ein Ausschuß eingerichtet wird, der die Märkte überwacht und sich für die Sanktionierung von Verstößen an mitgliedstaatliche Behörden oder dafür zuständige Stellen wendet. In allen Fällen ist es aber notwendig, um Doppelbeaufsichtigungen zu vermeiden, daß erhebliche Befugnisse, die derzeit die Mitgliedstaaten im Bereich der Börsen- und Kapitalmarktaufsicht wahrnehmen, auf die EU übergehen.

Es ist aber in einem ersten Schritt zu erläutern, ob mit dem gegenwärtigen Harmonisierungskonzept eine einheitliches Aufsichtssystem mit einem dazugehörigen Regelungsrahmen realisierbar ist.

Eine einheitliche europäische Börsenaufsicht kann nur dann den Markt effizient beaufsichtigen, wenn es auch ein einheitliches Börsenrecht gibt. Ohne eine Angleichung in diesem Rechtsgebiet, die einer Vollrechtsangleichung zumindest sehr nahe kommt, erscheint es aber nicht vorstellbar, daß eine Behörde 32 Kassa- und 23 Futures- & Optionsbörsen, die aus vollkommen unterschiedlichen Rechtskreisen mit unterschiedlichen gesetzlichen Einbindungen stammen, beaufsichtigt. Hinzu kommt noch das zusätzliche Problem, daß jede der Börsen über eigenständige Regelwerke verfügt. Es wäre ohnehin daran zu denken, zumindest eine zweigliedrige Aufsicht einzuführen. Eine Aufsicht, die mit eigenständigen Aufgaben in jedem Mitgliedstaat oder an jeder Börse bzw. geregelten Markt ihren Sitz hat, und eine zentrale Aufsicht durch eine EU-Behörde.

Gegen ein einheitliches Börsenrecht spricht aber, daß die Pläne zu einer Vollrechtsangleichung in der EU schon Mitte der 60er und 70er Jahre aus politischen Gründen gescheitert sind. Die Mitgliedstaaten werden daher nicht bereit sein, ihre nationalen Kompetenzen im Börsenrecht und den angrenzenden Rechtsgebieten zugunsten der EU vollständig aufzugeben. Sollte es jedoch Bestrebungen zu einem gemeinsamen und vereinheitlichten Börsenrecht geben, so wird wahrscheinlich jeder Staat bestrebt sein, den Regelungsrahmen seines Staates auf die EU zu übertragen, da dies für die einheimischen Börsen und Marktteilnehmer Wettbewerbsvorteile durch das Ersparen von Umstellungskosten beinhaltet. Es käme dann im Gesetzgebungsverfahren zu einer Aufsichtsrichtlinie darauf an, eine Kompromißlösung zu finden, der alle Mitgliedstaaten zustimmen können.

Es fragt sich ohnehin, ob eine zentralisierte Börsenaufsicht, die ein einheitliches Börsenrecht voraussetzt, effizient den Markt beaufsichtigen kann, wenn in anderen Bereichen des Unternehmensrechts die bisherigen Aufsichts- und Regelungsstrukturen erhalten bleiben. Es könnte zu Abstimmungsschwierigkeiten zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden, die die Banken, Wertpapierfirmen und Versicherungen überwachen, und einer zentralisierten Börsenaufsicht kommen, die zu Aufsichtslücken führen kann. Es müßte daher daran gedacht werden, auch in anderen Bereichen vom Prinzip der Mindestharmonisierung und gegenseitigen Anerkennung Abstand zu nehmen und eine zentralisierte Aufsicht einzuführen.

aa) Kompetenz zur Einrichtung einer zentralen Börsenaufsicht

An dieser Stelle ist nur der Aufbau einer zentralen Börsenaufsicht auf EU-Ebene zu untersuchen. Art. 3 b Abs. 1 EGV beinhaltet das Prinzip der beschränkten Verbandskompetenz, das besagt, daß die Gemeinschaft nur innerhalb der Grenzen der ihr im EGV gesetzten Ziele und zugewiesenen Befugnisse tätig wird. Die Mitgliedstaaten verfügen damit über eine prinzipielle Alleinzuständigkeit für alle Angelegenheiten, wenn nicht bestimmte Aufgaben oder Befugnisse auf die Gemeinschaft übertragen worden sind¹⁷⁶.

¹⁷⁶ EuGH, Urteil vom 6.7.1982, Rs 188 - 190/80, Slg. 1982, S. 2545 (2572 ff.) - Frankreich u.a./Kommission; *Geiger*, EG-Vertrag, 1993, Art. 3 b Rn. 2; *Langguth*, in: Kommentar zu dem Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaften, hrsg. von Lenz, 1994, Art. 3 b, Rn. 4 ff.

Es müßte daher im EGV eine Norm geben, die der EU das Recht zuweist, eine zentrale Börsenaufsicht einzurichten. Eine ausdrückliche Befugnis besteht aber nicht. Zur Verwirklichung eines Gemeinsamen Marktes gemäß Artt. 2, 3 und 7 a EGV und der damit verbundenen Freiheiten, im vorliegenden Fall der Dienstleistungs-, Niederlassungs- und Kapitalverkehrsfreiheit, könnte eine einheitliche Aufsicht aber erforderlich sein. Die entsprechenden Ermächtigungsgrundlagen wären dann Artt. 54 Abs. 2 und 3, 57, 66, 69 EGV. Die genannten Vorschriften ermächtigen aber nur zur Harmonisierung der mitgliedstaatlichen Regelungen. Die Schaffung einer eigenständigen EU-Behörde kann daher nicht auf diese Normen gestützt werden.

Eine Ermächtigung könnte hier über die „*implied powers*“ - Doktrin erfolgen. Danach steht der EU neben den ausdrücklich geregelten Kompetenzen auch diejenige Kompetenz zu, die sie benötigt, um die an sie gestellten Aufgaben zu erfüllen. Ein wichtiger Anwendungsfall dieser Lehre besteht in der Einrichtung von Hilfsorganen auf der Ebene der EU zur effektiven Bewältigung der Gemeinschaftsaufgaben¹⁷⁷. Die Kompetenz dieser Organe ist aber auf die Abgabe von Stellungnahmen beschränkt¹⁷⁸. Die Einrichtung eines Organs, das erhebliche, bisher im Bereich der Mitgliedstaaten angesiedelte Aufgaben wahrnimmt und unmittelbare Ermittlungs- und Kontrollbefugnisse hat, ist daher nicht über die „*implied-powers*“ - Doktrin zu rechtfertigen.

Hier käme nur Art. 235 EGV in Betracht. Es handelt sich hierbei um eine Norm, die die Kompetenzen der Gemeinschaft ergänzt. Danach muß der Gemeinschaft ein Tätigwerden erforderlich erscheinen, um im Rahmen des Gemeinsamen Marktes eines ihrer Ziele zu verwirklichen. Besteht dazu keine Kompetenz, so erläßt der Rat einstimmig auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung des Europäischen Parlaments die geeigneten Vorschriften. Art. 235 EGV wurde eingeführt, da sich die Mitgliedstaaten bewußt waren, daß der Vertrag nicht alle notwendigen Kompetenzen zur Verwirklichung der Gemeinschaftsaufgaben erfassen

¹⁷⁷ Dazu von *Bogdandy/Nettesheim* in: Grabitz/Hilf, Kommentar zur Europäischen Union, Stand: 11. Ergänzungslieferung, 1997, Art. 3 b, Rn, 9 ff; *Schweitzer/Hummer*, Europarecht, 5. Auflage, 1996, S. 99.

¹⁷⁸ Zu den Kompetenzen dieser Ausschüsse EuGH, Urteil vom 14.5.1981, Rs. 98/80, Slg. 1981, S. 1241 (1256) - Romano; EuGH, Urteil vom 14.12.1978, Rs. 35/78, Slg. 1978, S. 2543 (2557) - Schouten.

konnte. Daher mußte sichergestellt werden, daß die Gemeinschaft in gewissen Grenzen auf Fortentwicklungen angemessen reagieren kann, ohne in jedem Fall auf eine Vertragsergänzung gemäß Art. N. Unionsvertrag angewiesen zu sein. Art. 235 EGV erlaubt es aber nicht, alle beliebigen Kompetenzen von den Mitgliedstaaten auf die Gemeinschaft zu übertragen¹⁷⁹.

Mit der Einführung einer zentralen Aufsicht gehen umfangreiche Hoheitsrechte eines jeden Mitgliedstaates auf die EU über. Daher erscheint es überaus zweifelhaft, daß eine solche Verlagerung auf Art. 235 EGV gestützt werden kann. Es ist auch zu beachten, daß die mitgliedstaatlichen Verfassungen einer solchen Übertragung entgegenstehen¹⁸⁰. Unterstellt man hier aber trotzdem, daß der Aufbau einer zentralisierten Aufsicht notwendig wäre, um die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte zu erhalten, so wäre Art. 235 EGV erfüllt. Die Gemeinschaft könnte dann die erforderlichen Maßnahmen treffen, um eine zentralisierte Aufsicht einzuführen.

bb) Subsidiaritätsprinzip

Von einer bestehenden Kompetenz darf die EU aber nur Gebrauch machen, wenn dem nicht das Subsidiaritätsprinzip gemäß Art. 3 b Abs. 2 EGV entgegensteht. Nach dem in Art. 3 b Abs. 2 EGV festgelegten engeren Subsidiaritätsprinzip darf sich die Gemeinschaft in Aufgabenbereichen, die nicht von vornherein ihrer alleinigen Zuständigkeit unterliegen (so z.B. Art. 28 EGV: Zolltarife), nur dann betätigen, wenn die Ziele der in Betracht gezogenen Maßnahmen auf der Ebene der Mitgliedstaaten nicht ausreichend erreichbar sind und wenn sie wegen ihres Umfangs oder ihrer Wirkung besser auf der Gemeinschaftsebene erreichbar sind. Das Subsidiaritätsprinzip gilt für alle an einer Beschlußfassung beteiligten Organe, wobei es für die Kommission aufgrund ihres Initiativrechts eine besonders große Bedeutung hat. Ist daher das Subsidiaritätsprinzip erfüllt, darf die Kommission von ihrem Initiativrecht keinen Gebrauch machen¹⁸¹. Voraussetzung ist daher für eine zentralisierte Börsen- oder Kapitalmarktaufsicht

¹⁷⁹ Geiger (Fußn. 176), Art. 235 Rn. 8; Röttinger, in: Lenz (Fußn. 176), Art. 235 Rn. 1.

¹⁸⁰ Vgl. nur Art. 23 Abs. 1 GG; weiterführend Jarass/Pieroth, Grundgesetz, 1995, Art. 23 GG, Rn. 11 ff mwN.

¹⁸¹ Langruth, in: Lenz (Fußn. 176), Art. 3 b Rn. 10.

gemäß Art. 3 b Abs. 2 EGV, daß eine wirksame Überwachung der Märkte von den einzelnen Mitgliedstaaten nicht gewährleistet und auf Gemeinschaftsebene besser erreicht werden kann.

Es ist zu prüfen, ob keine ausreichende Verwirklichung der Gemeinschaftsinteressen durch die Mitgliedstaaten zu erreichen ist. Damit wird unterstrichen, daß außerhalb nicht ausschließlicher Kompetenzen der Gemeinschaft die Mitgliedstaaten zuständig sind. Nicht ausreichend zur Begründung einer Gemeinschaftskompetenz ist es, daß einzelne Mitgliedstaaten überfordert sind. Ist dies der Fall, so ist ihnen zuerst administrative oder finanzielle Unterstützung durch die Gemeinschaft zu gewähren¹⁸².

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind trotz der oben angeführten Kritikpunkte, die auf der Ebene der EU oder der Mitgliedstaaten behoben werden müssen, keine Gründe ersichtlich, die dafür sprechen, daß die Aufsicht nicht auf Ebene der Mitgliedstaaten wahrgenommen werden kann. Fälle von schwerwiegendem Fehlverhalten, die durch eine mitgliedstaatliche Aufsicht gefördert worden wären, sind nicht bekannt. Aus den Reihen der deutschen Börsenaufsichtsbehörden ist auch nicht zu vernehmen, daß es bei der Beaufsichtigung von Handelssystemen, Börsen und Marktteilnehmern innerhalb der EU schwerwiegende Probleme gibt. Insbesondere funktioniere der notwendige Informationsaustausch zwischen den europäischen Behörden gut.

Einzuwenden ist gegen eine Aufsicht auf Ebene der Mitgliedstaaten natürlich, daß die Aufsicht über die Wertpapierfirmen, Banken und regulierten Märkte voraussetzt, daß die jeweilige Aufsichtsbehörde kompetent ist und ihre Aufsichtsbefugnisse effizient wahrnimmt. Da es aber keine Beaufsichtigung der mitgliedstaatlichen Aufsichtsbehörden gibt, werden Fehlverhalten erst dann offenkundig, wenn ein Unternehmen oder ein Markt zusammenbricht und eine effiziente Aufsicht dies hätte vermeiden können. Da aber auch bei Bestehen solcher Schwierigkeiten in einem ersten Schritt von der EU administrative Hilfe zu leisten wäre, kann dieser Einwand eine zentralisierte Aufsicht nicht begründen.

Für eine zentralisierte Aufsicht könnte aber sprechen, daß es bei den Zuständigkeiten der nationalen Aufsichtsbehörden für eine Börse oder einen geregelten Markt Abgrenzungsschwierigkeiten gibt. Durch die zunehmende Vernetzung von Börsen und

¹⁸² Langruth, in: Lenz (Fußn. 176), Art. 3 b Rn. 13.

geregelten Märkten und der Globalisierung des Wertpapierhandels wird es schwierig, einen Anknüpfungspunkt zu finden, der die Zuständigkeit einer nationalen Aufsichtsbehörde festlegt. In Computernetzwerken ist es schwierig festzustellen, wann und wo tatsächlich Handel mit Wertpapieren stattfindet. Das Börsenparkett als Anknüpfungsmöglichkeit für die Zuständigkeit einer nationalen Aufsichtsbehörde fehlt¹⁸³. Der Streit um die Genehmigung der deutschen elektronischen Handelssysteme Ibis und Xetra belegt dies. So wird vertreten, daß diese Systeme keine Handelsmodalitäten an Börsen, sondern eigene Börsen seien, für die es an einer Genehmigung fehle. Eine Genehmigung könne auch gar nicht erteilt werden, da ihr Geschäftsgebiet zumindest die ganze Bundesrepublik sei und es mangels Bundeskompetenz keine Genehmigung für eine Bundesbörse oder sogar eine international agierende Börse gebe¹⁸⁴. Kommt dieses Problem auf internationaler Ebene auf, so könnte dies, wenn eine nationale Aufsichtsbehörde mangels eindeutiger Zuständigkeit die Märkte nicht mehr beaufsichtigen kann, tatsächlich für eine zentralisierte Aufsicht sprechen. Geht man daher davon aus, daß eine mitgliedstaatliche Aufsicht unwirksam ist, so muß in einem nächsten Schritt geprüft werden, ob diese Aufsicht auf der Ebene der EU besser erreicht werden kann.

Die Gemeinschaft darf nur handeln, wenn die Ziele der in Betracht kommenden Maßnahmen besser auf Gemeinschaftsebene zu erreichen sind (sog. Mehrwerttest). Dabei muß sich der qualitative Mehrwert des Gemeinschaftshandelns gerade daraus ergeben, daß die Ziele auf der Ebene der Mitgliedstaaten nicht in ausreichendem Maße erreicht werden können. Ein Handeln der Gemeinschaft muß sich daher am Verhältnismäßigkeitsgrundsatz messen lassen¹⁸⁵.

Eine zentrale Aufsicht könnte die sich möglicherweise ergebenden Zuständigkeitsschwierigkeiten bei einer zunehmenden Computerisierung des Wertpapierhandels und bei Entstehen von Börsennetzwerken nur abmildern. Es gäbe eine Behörde zur Zulassung und Beaufsichtigung von Börsen und Finanzinstituten. Da es aber auch

¹⁸³ So auch Kom(97) 187, S. 8.

¹⁸⁴ Zum Streitstand: *Schwark* (Fußn. 104), § 1 Rn. 5 ff mwN; *Vaupel*, RIW 1993, S. 733 (733 ff) mwN; Geschäftsbericht der Hessischen Börsenaufsicht 1997, S. 9.

¹⁸⁵ *Geiger* (Fußn. 176), Art. 3 b Rn. 6; *Langguth*, in: *Lenz* (Fußn. 176), Art. 3 b Rn. 12 ff; *von Bogdandy/Nettesheim*, in: *Grabitz/Hilf* (Fußn. 177), Art. 3 b Rn 32 ff.

in anderen Bereichen, in denen eine Zentralisierung von Befugnissen eingeführt wurde, nationale Einrichtungen zur Berücksichtigung mitgliedstaatlicher Besonderheiten gibt¹⁸⁶, müßten auch in den Mitgliedstaaten Aufsichtsbehörden bestehen. Hier würde sich dann gleichfalls die Frage stellen, welche Aufsichtsbehörde für welchen geregelten Markt oder Börse zuständig wäre.

Eine erste Regelung zur Feststellung der Kompetenz ist bereits in Art. 1 Nr. 13 i.V.m. Art. 1 Nr. 6 c WPDRL enthalten. Danach ist Herkunftsstaat eines geregelten Marktes der Staat, in dem der für den Handel zuständige Organismus seinen satzungsmäßigen Sitz hat. Im Falle des Fehlens eines solchen Organismus wird auf den Sitz der Hauptverwaltung abgestellt. Damit sind Zuständigkeitsprobleme in der Aufsicht bei einfachen *remote memberships* auf der Ebene des Gemeinschaftsrechts gelöst. Schwieriger stellt sich die Kompetenzverteilung bei Börsennetzwerken dar, die aus mehreren Börsen bestehen. Hier ist für die jeweilige Handelsorganisation die jeweilige mitgliedstaatliche Aufsicht zuständig. Sollte sich aber ergeben, daß eine effiziente Beaufsichtigung solcher Börsennetzwerke nicht möglich ist, so könnte eine Änderungsrichtlinie erlassen werden, die entweder die Aufgabenverteilung nach dem Schwerpunkt der Handelstätigkeit organisiert oder für Börsennetzwerke zwingend einen Sitz bzw. eine Hauptverwaltung vorschreibt. Die Zentralisierung der Aufsicht wäre daher nicht das mildeste Mittel.

Es muß auch bedacht werden, daß sich das Problem der aufsichtsrechtlichen Zuständigkeit nicht auf die EU beschränkt. Wie das Beispiel von Eurex demonstriert, bestehen auch bei Kooperationen von EU-Börsen mit Nicht-EU-Börsen gleichgelagerte Probleme. Hier ist dann mit Hilfe der IOSCO und anderer internationaler Organisationen ein Lösungsvorschlag zu erarbeiten, um die Kompetenzprobleme zu beseitigen.

Aus dem EGV ergibt sich daher weder eine Kompetenz zum Aufbau einer zentralisierten Aufsicht, noch könnte diese bei Bestehen einer Kompetenz ausgeübt werden. Die Errichtung einer zentralisierten Aufsicht ist daher nach geltendem Recht nicht möglich.

¹⁸⁶

So z.B. bei der Europäischen Zentralbank, siehe *Schweitzer/Hummer* (Fußn. 177), S. 447.

Das in Art. 3 b Abs. 2 EGV enthaltene Subsidiaritätsprinzip spricht auch gegen eine Vollrechtsharmonisierung des Kapitalmarktrechts durch Richtlinien. Es bestünden in diesem Fall zwar für die EU Ermächtigungsgrundlagen (Artt. 54 Abs. 2 und 3, 57, 66, 69, 100, 100 a EGV), diese dürfte sie aber aufgrund von Art. 3 b Abs. 2 EGV nicht zu einer Vollrechtsharmonisierung ausüben¹⁸⁷. Damit fehlt es auch an einer Ermächtigung zum Aufbau eines einheitlichen Kapitalmarktrechts, das für eine zentralisierte Aufsicht Voraussetzung ist.

IX. Zusammenfassung und Ergebnis

Einer einheitlichen europäischen Börsenaufsicht ist auf der jetzigen Entwicklungsstufe der Märkte, des Börsenrechts und des EGV eine klare Absage zu erteilen. Es gilt vielmehr, die dargestellten Probleme des europäischen Kapitalmarkt- und Börsenrechts auf Basis der Mitgliedstaaten bzw. der EU abzustellen und so an der Schaffung eines integrierten Kapitalmarktes mitzuwirken.

Das Recht muß sich immer nach den tatsächlichen Begebenheiten richten und kann dieses im Regelfall daher nur zeitverzögert erfassen. Die Entwicklung der europäischen Börsen und geregelten Märkte ist aber nicht abzusehen. Ob nun den Computerbörsen allein die Zukunft gehört, ob Präsenzbörsen eine Daseinsberechtigung haben werden, oder nach welchem System der Börsenhandel organisiert werden soll, muß sich nach den zukünftigen Bedürfnissen des Marktes richten. Das Aufsichtsrecht hat dabei die Aufgabe, auf möglichst wettbewerbsneutrale Weise einen anleger- und funktionsschützenden Rahmen zu stellen. Der flexible Rahmen der europarechtlichen Vorgaben ermöglicht dies den Mitgliedstaaten. Börsenkooperationen, denen im Börsenhandel die Zukunft gehört, beginnen gerade erst ihren Handel zu organisieren. Die folgenden Jahre werden daher zeigen, welche Anforderungen sich für die nationalen Aufsichtsbehörden und die europarechtlichen Vorgaben stellen.

¹⁸⁷ Vgl. zur Harmonisierung mitgliedstaatlicher Vorschriften durch Richtlinien nur von *Bogdandy/Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf (Fußn. 177), Art. 3 b EGV Rn. 31 ff; *Baums*, Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG, in: *Europäisierung des Rechts*, hrsg. von Rengeling, 1996, S. 91 (101 ff).