

EINLEITUNG.....	9
KAPITEL A: DIE ROLLE DES EFFEKTENMARKTES IM FREIEN KAPITALVERKEHR.....	11
I. DIE BEGRIFFE DES EFFEKTEN- UND DES KAPITALMARKTES.....	11
II. DIE WIRTSCHAFTLICHE BEDEUTUNG DES EFFEKTENMARKTES ALS WESENTLICHER BESTANDTEIL DES KAPITALMARKTES.....	14
III. EG-MASSNAHMEN ZUR VERWIRKLICHUNG DER KAPITALVERKEHRS- FREIHEIT UND DEREN EINFLUSS AUF DAS BÖRSENRECHT.....	19
1. Der EWG-Vertrag.....	19
2. Die ersten Richtlinien.....	21
3. Der Weg zur vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der Gemeinschaft.....	24
KAPITEL B: AKTUELLER STAND DER HARMONISIERUNG DES BÖRSENRECHTS IN DER EG.....	28
I. INITIATIVEN INTERNATIONALER ORGANISATIONEN AUSSERHALB DER EG.....	28
1. Initiativen der OECD.....	28
2. Initiativen der FIBV.....	28
II. DER SEGRE-BERICHT UND DIE SCHAFFUNG EINES GEMEINSAMEN WERTPAPIERMARKTES.....	29
1. Einleitung.....	29
2. Zur Struktur der Renten- und Aktienmärkte.....	30
3. Bedingungen für einen funktionsfähigen Europäischen Wertpapiermarkt.....	31
4. Zur Funktionsweise der Wertpapierbörsen und des Wertpapierhandels.....	32
5. Schlußfolgerung.....	34
III. ANDERE BERICHTE UND VERÖFFENTLICHUNGEN IM AUFTRAG DER KOMMISSION.....	35
IV. DIE RECHTSETZUNG DER KOMMISSION.....	39
1. Die Empfehlung 77/534/EWG der Kommission vom 25. Juli 1977 über europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen.....	39

1.1.	Anwendungsbereich des Wohlverhaltenskodexes.....	40
1.2.	Struktur des Wohlverhaltenskodexes.....	40
1.3.	Inhalt des Wohlverhaltenskodexes.....	41
1.4.	Anwendung und Kontrolle des Wohlverhaltenskodexes.....	43
1.5.	Bedeutung und Tragweite des Wohlverhaltenskodexes.....	44
2.	Richtlinie des Rates (79/279/EWG) vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse.....	45
2.1.	Ursprünge und Zielsetzungen.....	45
2.2.	Rechtsgrundlage der Zulassungsrichtlinie.....	46
2.3.	Anwendungsbereich der Zulassungsrichtlinie.....	47
2.3.1.	Zum Begriff des Wertpapiers.....	48
2.3.2.	Zum Begriff der Wertpapierbörse.....	49
2.3.3.	Zum Begriff der Zulassung zur amtlichen Notierung.....	50
2.4.	Inhalt der Zulassungsrichtlinie.....	51
2.4.1.	Einleitung.....	51
2.4.2.	Allgemeine, an die Mitgliedstaaten gerichtete Bestimmungen.....	52
2.4.3.	Bestimmungen, die die Entscheidung der zuständigen Stellen betreffen.....	53
2.5.	Der Umfang des Rechtes, das die Richtlinie in bezug auf die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung gewährt.....	57
2.6.	Das Sanktionssystem.....	58
2.7.	Verfahrensregeln für den Antrag auf Zulassung zur amtlichen Notierung (Artikel 15).....	58
2.8.	Regeln bezüglich der Bekanntgabe von Informationen (Abschnitt III).....	59
2.9.	Die Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedstaaten (Abschnitt IV).....	60
2.10.	Der Kontaktausschuß.....	60
3.	Die Richtlinie des Rates 80/390/EWG vom 17. März 1980 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospektes, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist.....	61
3.1.	Ursprünge und Zielsetzungen.....	61
3.2.	Die Rechtsgrundlagen der Prospektrichtlinie.....	62
3.3.	Anwendungsbereich.....	63
3.4.	Die Prospektspflicht.....	64
3.4.1.	Voraussetzungen.....	64
3.4.2.	Befreiung von der Prospektspflicht.....	64
3.4.2.1.	Die Zulassung von Wertpapieren mit Emissionsprospekt.....	65
3.4.2.2.	Die Zulassung zusätzlicher Aktien.....	66
3.4.2.3.	Sonstige Befreiungsmöglichkeiten.....	66
3.5.	Der Inhalt des Prospektes.....	67
3.5.1.	Einleitung.....	67
3.5.2.	Der Prospektinhalt.....	68
3.5.3.	Anwendung der Prospektschemata und deren Ausnahmen.....	69
3.5.4.	Bestimmungen über den Inhalt des Prospektes in Sonderfällen.....	70

3.6.	Bestimmungen über die Modalitäten der Kontrolle und der Verbreitung des Prospekts.....	72
3.6.1.	Die Kontrolle des Prospekts nach Artikel 18 und 19.....	73
3.6.2.	Die Verfahren zur Veröffentlichung des Prospektes nach Artikel 20.....	75
3.6.3.	Bestimmungen, die die Fristen für die Veröffentlichung des Prospektes und anderer Dokumente sowie die Probleme der Aktualität betreffen (Artikel 21 bis 23).....	75
3.7.	Abschnitte IV, V, VI, VII und Artikel 24 und 25 der Richtlinie 87/345/EWG vom 22. Juni 1987 zur Änderung der Richtlinie 80/390/EWG.....	77
3.7.1.	Einleitung.....	77
3.7.2.	Begründung und Rechtsgrundlage.....	77
3.7.3.	Der Inhalt.....	78
3.8.	Der Kontaktausschuß (Abschnitt VIII).....	80
4.	Richtlinie des Rates 82/121/EWG vom 15. Februar 1982 über regelmäßige Informationen, die von Gesellschaften zu veröffentlichen sind, deren Aktien zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zugelassen sind.....	81
4.1.	Einleitung.....	81
4.2.	Allgemeine Vorschriften und Anwendungsbereiche (Abschnitt I).....	81
4.3.	Veröffentlichung und Inhalt des Halbjahresberichtes (Abschnitt II).....	82
4.4.	Befugnisse der zuständigen Stellen (Abschnitt III).....	84
4.5.	Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedstaaten (Abschnitt IV).....	84
4.6.	Kontaktausschuß (Abschnitt V).....	85
5.	Kritik und Tragweite der drei Publizitätsrichtlinien....	85
6.	Richtlinie des Rates 85/611/EWG vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW).....	86
6.1.	Ursprünge, Rechtsgrundlagen und Zielsetzungen.....	86
6.2.	Anwendungsbereich und Geschäftskreis.....	87
6.3.	Zulassungsbestimmungen (Abschnitt II).....	88
6.4.	Bestimmungen betreffend die Anlagegegenstände.....	88
6.5.	Bestimmungen betreffend die Anlagegrenzen des Sondervermögens des Emittenten.....	89
6.6.	Sonderregelungen betreffend die Anlagegrenzen.....	90
6.7.	Publizitätsbestimmungen.....	92
6.8.	Bestimmungen betreffend die Vertriebsregeln.....	92
6.9.	Bestimmungen betreffend die Struktur der Investmentfonds.....	93
6.10.	Bestimmungen betreffend die Aufsicht.....	94
6.11.	Regulierung der Organismen für gemeinsame Wertpapieranlagen in Spanien.....	95
6.11.1.	Die geltende Gesetzgebung.....	95
6.11.2.	Definitionen der Organisationstypen.....	96
6.12.	Schlußbemerkungen.....	97

7.	Richtlinie des Rates 88/627/EWG vom 12. Dezember 1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen.....	98
7.1.	Ursprünge und Zielsetzung.....	98
7.2.	Anwendungsbereich der Richtlinie.....	99
7.3.	Inhalt der Informationspflicht.....	100
7.4.	Befreiungsmöglichkeiten.....	102
7.5.	Die Informationsverbreitung.....	103
7.6.	Der Kontaktausschuß.....	103
8.	Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, Kontrolle und Verbreitung des Prospekts, der im Falle öffentlicher Angebote von Wertpapieren zu veröffentlichen ist.....	104
8.1.	Ursprünge und Zielsetzungen.....	104
8.2.	Anwendungsbereich der Richtlinie.....	105
8.3.	Ausnahmen von der Prospektpflicht.....	107
8.4.	Die Prospektanforderungen bei geplanter amtlicher Notiz.....	107
8.5.	Prospektanforderungen bei nicht vorgesehener Notiz.....	108
9.	Vorschläge der Kommission.....	109
9.1.	Geänderter Vorschlag für eine Richtlinie des Rates betreffend die indirekten Steuern auf Wertpapiergeschäfte vom 9. April 1987.....	109
9.1.1.	Einleitung und Inhalt.....	109
9.1.2.	Betroffene Steuerarten.....	111
9.2.	Änderung des Vorschlags für eine Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte.....	113
9.3.	Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über Wertpapierdienstleistungen.....	118
9.4.	Vorschlag für eine Richtlinie des Rates zur Änderung der Richtlinie 80/390/EWG hinsichtlich der gegenseitigen Anerkennung des Börsenprospekts.....	121
KAPITEL C:	AUF DEM WEGE ZUR VERFLECHTUNG DER EUROPÄISCHEN BÖRSEN. PROBLEME UND ZIELSETZUNGEN.....	124
I.	DIE BEDEUTUNG UND DIE VERFLECHTUNG DER NATIONALEN EFFEKTMÄRKTE UND DIE VORTEILE DER SCHAFFUNG EINES GEEINTEN EUROPÄISCHEN MARKTES MIT INTERNATIONALEM CHARAKTER.....	124
II.	DIE VERSCHIEDENEN BÖRSENSYSTEME DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFT.....	127
1.	Klassifizierung der Börsensysteme nach der Natur der Normensetzung.....	127
2.	Einteilung der Börsensysteme nach ihrer mitgliedschaftlichen Struktur.....	128



3.	Klassifizierung europäischer Börsen nach dem Wertpapierhandelsmodell.....	130
III.	DIE GLOBALEN TENDENZEN DER EFFEKTENMÄRKTE.....	132
1.	"Institutionalisation".....	132
2.	"Securitisation".....	132
3.	"Deregulation".....	133
4.	Internationalisierung der Märkte.....	133
5.	Einfluß neuer Technologien auf die Märkte.....	134
IV.	DIE RECHTSSTELLUNG DER BÖRSENMÄKLER, DIE AUF DEN WERTPAPIERMÄRKTEN DER MITGLIEDSTAATEN GESCHÄFTE ABWICKELN.....	134
1.	Einleitung.....	134
2.	Der Begriff des Börsenmaklers und dessen verschiedene Erscheinungsformen.....	135
3.	Untersuchung der Stellung der Börsenmakler in einigen Mitgliedstaaten.....	137
3.1.	Großbritannien.....	137
3.2.	Frankreich.....	140
3.3.	Die Bundesrepublik Deutschland.....	142
3.3.1.	Vorschriften bezüglich der Freimakler.....	143
3.3.2.	Vorschriften bezüglich der Kursmakler.....	144
3.4.	Spanien.....	148
3.4.1.	Einführung in das vor der Reform bestehende Börsenmaklersystem.....	148
3.4.2.	Die Novellierung des Börsensystems.....	150
3.5.	Notwendige Harmonisierung der Aktivitäten der Börsenmitglieder im Hinblick auf die Verflechtung der Börsen der Gemeinschaft.....	153
3.5.1.	Darstellung der Problematik.....	153
3.5.2.	Harmonisierung der Eigenschaften der zum Handel zugelassenen Mitglieder.....	153
3.5.3.	Die Schaffung von Bestimmungen, die die Gründung von Makler-Gesellschaften auf nationaler Ebene ermöglichen.....	155
V.	NOTWENDIGE HARMONISIERUNG DER HANDELSVERFAHREN DER EUROPÄISCHEN BÖRSEN.....	157
1.	Das Kursbildungssystem.....	157
2.	Die Einrichtung homogener Effektenhandelsverfahren....	160

VI.	DIE ÜBERWACHUNG DER BÖRSENMITGLIEDER DES VERFLOCHTENEN MARKTES.....	162
VII.	DIE AKTUELLEN ABWICKLUNGSSYSTEME UND DAS WERTPAPIERSAMMELDEPOT IN DEN MITGLIEDSTAATEN: MÖGLICHKEITEN UND HINDERNISSE FÜR DIE SCHAFFUNG EINES EUROPÄISCHEN SYSTEMS.....	167
VIII.	DIE STEUERLICHEN SCHRANKEN ALS HINDERNIS DER REALISIERUNG EINES EUROPÄISCHEN KAPITALMARKTES.....	174
1.	Ausgangslage der Harmonisierung.....	174
IX.	EINE STRATEGIE FÜR DIE SCHAFFUNG EINES INTEGRIERTEN EFFEKTENMARKTES IN EUROPA: DAS PROGRAMM IDIS.....	178
	SCHLUSSFOLGERUNG.....	181
	VERZEICHNIS DER ABKÜRZUNGEN.....	185
I.	BÜCHER, DISSERTATIONEN, KOMMENTARE UND UNTERSUCHUNGSBERICHTE.....	187
II.	ZEITSCHRIFTEN UND ZEITUNGEN.....	192

## EINLEITUNG

Lange war die Freiheit des Kapitalverkehrs diejenige Freiheit innerhalb der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, welche in der Geschichte der Gesetzgebung am meisten vernachlässigt wurde.

Wirtschaftliche und politische Probleme sowie protektionistische Maßnahmen der Mitgliedstaaten haben alle Ansätze zur Entwicklung eines Europäischen Finanzmarktes verzögert.

Heute jedoch, am Vorabend der Verwirklichung des Binnenmarktes, der gemäß dem durch Art. 13 der Einheitlichen Europäischen Akte<sup>(1)</sup> in den EWG-Vertrag aufgenommenen Art. 8a<sup>(2)</sup> einen Raum ohne Binnengrenzen schafft, in dem auch der freie Kapitalverkehr gewährleistet ist, haben die Mitgliedstaaten einen ersten unverzichtbaren Schritt für die Verwirklichung dieses Europäischen Finanzraumes getan und für eine Richtlinie grünes Licht gegeben, die die Bedingungen schafft für die Entwicklung einer Freiheit des Kapitalverkehrs, die allein durch geringfügige zeitlich begrenzte Ausnahmebestimmungen eingeschränkt werden kann.

Diese Arbeit hat zum Ziel, den derzeitigen Stand der Liberalisierung und Harmonisierung des Effektenmarktes als eines wesentlichen Teils des Kapital- und Finanzmarktes zu analysieren sowie Maßnahmen vorzuschlagen, die für die Verwirklichung der Integration der europäischen Wertpapierbörsen notwendig sein werden. Sie wird sich folglich weder mit den Wertpapieren befassen, die nicht zur amtlichen Notierung zugelassen sind, noch mit denjenigen, die auf dem Geldmarkt gehandelt werden. Dabei wird das bisher auf dem juristischen Gebiet Erreichte dargestellt und es werden die verschiedenen Faktoren erörtert, die die Verflechtung der organisierten Wertpapiermärkte in der Gemeinschaft behindern. Hingegen wird auch der eigentliche Gegenstand der Untersuchung weder erschöpfend behandelt noch technisch analysiert.

---

(1) E.E.A. vom 28. Februar 1986, Bull. der EG, Beilage 2/1986 S. 3 ff.

(2) Im folgenden sind Artikel ohne nähere Bezeichnung des Gesetzes solche des Vertrages über die Gründung einer Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft vom 25. März 1972, BGBI. II. S. 766, unbeschadet derjenigen Artikel, die sich auf die Untersuchung der Rl. des Rates der jeweiligen Rl. beziehen.

Im Hinblick auf diese Zielsetzung bietet sich ein dreiteiliger Aufbau der Untersuchung an:

Das erste Kapitel beinhaltet eine einführende Darstellung des Gegenstandes der Untersuchung und veranschaulicht die Bedeutung des Effektenmarktes innerhalb des Kapitalmarktes. Hinzu kommt eine Darstellung der Bestimmungen des auf den Kapitalmarkt bezogenen Gemeinschaftsrechts, die einen besonderen Bezug zum Wertpapiermarkt aufweisen.

Das zweite Kapitel behandelt die bisherigen Untersuchungen und Studien sowie die Rechtsakte der Gemeinschaftsorgane, die die Harmonisierung des Börsenrechts in der Gemeinschaft zum Ziel haben, vor allem die diesbezüglichen Richtlinien und Vorschläge.

Das dritte Kapitel widmet sich den aktuellen technisch-juristischen Problemen, die sich für die einzelnen europäischen Börsen bei der Verfolgung des für sie wesentlichen Integrationszieles ergeben, nämlich einer gegenseitigen Verflechtung mittels sogenannter fortlaufender Märkte, die durch ein Informatik-Netz miteinander verbunden sind.

Abschließend werden Lösungen für diese Probleme vorgeschlagen.

## KAPITEL A: DIE ROLLE DES EFFEKTENMARKTES IM FREIEN KAPITALVERKEHR

### I. DIE BEGRIFFE DES EFFEKTEN- UND DES KAPITALMARKTES

Üblicherweise unterscheidet man innerhalb des Finanzmarktes zwischen zwei großen Märkten, je nach der Laufzeit der dort gehandelten Finanzanlagen. Auf dem Geldmarkt werden kurzfristige Geschäfte abgeschlossen<sup>(3)</sup>, auf dem Kapitalmarkt solche mit mittlerer und langer Laufzeit.<sup>(4)</sup> Da diese üblicherweise allein verwendeten Unterscheidungskriterien wenig aussagekräftig sind, wurden weitere Merkmale eingeführt, um die Bereiche beider Märkte genauer voneinander abgrenzen zu können. Auf dem Geldmarkt werden in großen Mengen Finanzanlagen gehandelt, die durch geringe Risiken und hohe Liquidität sowie durch kurze Laufzeiten gekennzeichnet sind. Ein Geldmarkt im eigentlichen Sinne existiert allerdings ebensowenig, wie von einem solchen Kapitalmarkt gesprochen werden kann. Es handelt sich vielmehr um eine Vielzahl von Märkten für verschiedene Finanzierungsmöglichkeiten. Es erscheint nur insofern angebracht, von einem einzigen Geldmarkt zu sprechen, als zwischen den dort gehandelten Finanzierungsmöglichkeiten enge Verbindungen bestehen und sie allesamt wegen des mit ihnen verbundenen geringen Risikos und der hohen Liquidität als guter Ersatz von Bargeld betrachtet werden können.<sup>(5)</sup>

<sup>(3)</sup> Vgl. Gablers Wirtschaftslexikon, 10. Aufl. 1979, S. 1629 und 2254.

<sup>(4)</sup> Vgl. Fernández, Flores Francisco, El Mercado de Capitales del Futuro y las Bolsas de Valores, Papeles de Economía Española, Nr. 19, 1984, S. 182 ff.; Garralda, Ignacio Guerrero Pedro, Los Mercados Monetarios en Bolsa, I.C.E., Num. 614, 9/1984, S. 81 f.

<sup>(5)</sup> Die hier dargestellte Gliederung wird nicht allgemein anerkannt, da sich die Unterscheidung der Wertpapiere in der Praxis als recht schwierig erweist. So setzt Marcía Stignum den Terminus "Finanzmarkt" mit Kapitalmarkt gleich und faßt darunter den "stock-market" (Aktienmarkt), den "bond-market" (Rentenmarkt) und den "money-market" (Markt für quasi-monetäre Anlagepapiere) zusammen: Vgl. Stignum, Marcía, The Money Market, New York 1983, S. 7. In der traditionellen Lehrmeinung hat sich die dargestellte Einteilung jedoch durchgesetzt: Vgl. Merkel, Hans-Günter, Theorie der Kapitalmarktpolitik, Berlin 1955, S. 12; ebenso Flöge, Rainer, Die Verbesserung der deutschen Effektenmärkte im Rahmen der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, Darmstadt 1970, S. 54.

Innerhalb dieser grundsätzlichen Zweiteilung stellt der Effektenmarkt eines der charakteristischen Segmente des Kapitalmarktes dar: den Sekundärmarkt für Wertpapiere, wobei hierunter diejenigen Titel zu verstehen sind, die anteilmäßige Beteiligungen am Kapital einer Gesellschaft oder öffentliche und private Schuldverschreibungen verkörpern.

Als Sekundärmarkt hat der Effektenmarkt vor allem die Aufgabe, das investierte Kapital liquide zu machen, indem er die Wünsche der Investoren nach Liquidität mit dem Bedürfnis der Emittenten, ständig Kapital zur Verfügung zu haben, in Einklang bringt. Dabei erfüllt er die für den Finanzmarkt insgesamt kennzeichnende Funktion, die Laufzeiten von Geldanlagen zu verändern.

Der Kapitalmarkt seinerseits läßt sich wiederum in zwei Märkte unterteilen: Zum einen gibt es die durch Börsen organisierten Wertpapiermärkte, die offiziellen Vorschriften unterworfen sind. Zum anderen gibt es den Freiverkehr außerhalb der Börse<sup>(6)</sup>, in dem Transaktionen auf sehr unterschiedliche Art und Weise getätigt werden, zum Beispiel über die Institutionen des Finanzmarktes selbst, über Broker oder verschiedene Zwischenhändler (Börsenagenten, Market-Maker, Vermittlungsgesellschaften etc.).

Diese theoretische Unterscheidung ist indessen in den nationalen Märkten der wichtigsten Industriestaaten nicht leicht wiederzufinden. Dies liegt einerseits an den bereits dargestellten Abgrenzungsschwierigkeiten zwischen Geld- und Kapitalmärkten<sup>(7)</sup>, vor allem aber daran, daß das wichtigste Abgrenzungskriterium, das der Laufzeiten, heute nicht mehr so eindeutig und aussagekräftig ist wie früher. Hinzu kommt, daß die Wertpapierbörsen ihre Zurückhaltung auf dem Kapitalmarkt aufgegeben und dort außerordentlich

---

<sup>(6)</sup> Pigot, Henning und Scott bezeichnen diese Art von Markt bildhaft als "face-to-face-market", da die Bedingungen, zu denen die Geschäfte dort zu tätigen sind, unmittelbar zwischen den interessierten Parteien festgesetzt werden. Siehe: Pigot, Henning und Scott, Financial Markets and the Economy, New Jersey 1975, S. 10, zitiert nach Fernández, Flores F., a.a.O. (Anm. 4) S. 183.

<sup>(7)</sup> So müßte man z. B. nach Meinung von Trias Fargas die langfristigen Staatspapiere wegen ihrer Liquiditätsmöglichkeiten und ihres geringen Risikos in den Geldmarkt einbeziehen. Siehe: Trias Fargas, El Sistema Financiero Español, Barcelona 1970, S. 108 und 116 ff.

große Bedeutung erlangt haben, weil sie nicht nur die eigentlichen Geldmarktgeschäfte ausführen, sondern vor allem als unersetzbare "kommunizierende Röhren" zwischen den beiden Märkten wirken. Schließlich hat sich im Freiverkehr ein eigener Markt für diejenigen Wertpapiere herausgebildet, die normalerweise am Kapitalmarkt gehandelt werden, was einen Eingriff in den traditionellen Tätigkeitsbereich der Wertpapierbörsen darstellt.

Gegenstand der vorliegenden Untersuchung ist der Markt für Effekten, wobei es sich um durch den Staat und seine selbständigen Gebietskörperschaften ausgegebene Schuldverschreibungen, die Schuldverschreibungen privater Unternehmen - und zwar vor allem derjenigen, die in der Rechtsform der Aktiengesellschaft geführt werden -, die Aktien dieser Unternehmen sowie schließlich um die Anteile an Investmentfonds handelt.<sup>(8)</sup>

---

<sup>(8)</sup> Die Effekten im engeren Sinne werden meist in einer großen Zahl von finanziell (wenn auch nicht rechtlich) vertretbaren Einheiten emittiert. Da sie somit zum Handel an der Börse geeignet sind, werden sie zuweilen auch als "fungibel" beschrieben oder als "Börsentitel" bezeichnet.

## II. DIE WIRTSCHAFTLICHE BEDEUTUNG DES EFFEKTENMARKTES ALS WESENTLICHER BESTANDTEIL DES KAPITALMARKTES

Die OECD unterteilt die Kapitalbewegungen in drei große Gruppen von Transaktionen:

- (1) Die internationalen Investitionen in ihren drei Erscheinungsformen (Direktinvestition, Investition in Wertpapieren und Investition in Immobilien),
- (2) die internationalen Handelskredite und -darlehen sowie die Finanzkredite und -darlehen,
- (3) die Kapitalbewegungen mit "persönlichem" Charakter wie beispielsweise Erbschaften, Schenkungen, Schuldentilgungen etc.

Diesen Gruppen wäre als vierte der Im- und Export von Devisen sowie die kurzfristigen Kapitalanlagen hinzuzufügen.<sup>(9)</sup>

Aus der oben dargestellten Einteilung wird ersichtlich, daß der Wertpapiermarkt bei einer Vielzahl von Transaktionen der ersten und zweiten Gruppe eine bedeutende Rolle spielt, erst recht, wenn man die Internationalisierung der Märkte berücksichtigt sowie die Tatsache, daß das Hauptziel der Börse darin besteht, den Anlegern die gewünschte Flexibilität ihres Kapitals zu verschaffen, damit diese es in Anteilspapieren oder Anleihen investieren und somit den Emittenten dieser Papiere zur nötigen Liquidität verhelfen. Von anderen größeren Marktveranstaltungen oder organisierten Märkten wie Messen und Großmärkten unterscheiden sich Börsen durch zwei Merkmale: Gegenstand des Handels sind vertretbare Güter wie Effekten und Devisen. Börsen sind ferner stark institutionalisierte gemeinschaftliche Hilfsbetriebe der direkt am Handel teilnehmenden Unternehmen (z.B. Banken und Broker).<sup>(10)</sup> Als unentbehrliche Stütze insbesondere bei Emissionen stellt die Börse eine wichtige Finanzierungsquelle dar. Sie ermöglicht zum einen - als

<sup>(9)</sup> Roldán, Jiménez Antonio, Control de Cambio y Libre Circulación de Capitales: Consecuencias de la Adhesión de España a la CEE, Situación 4/1985, B.B., S. 103

<sup>(10)</sup> Vgl. Gablers Wirtschaftslexikon, 10. Auflage, 1979, S. 299.



Primärmarkt - Direktmissionen, das heißt die Emittenten bieten an der Börse die neuen Wertpapiere direkt den Anlegern an. Häufiger werden neue Wertpapiere jedoch zunächst für eine gewisse Zeit von "anfänglichen Unterzeichnern" (in aller Regel von einer oder mehreren Banken) übernommen, die sie sodann nach und nach an der Börse - die dabei als Sekundärmarkt (Markt für bereits umlaufende Titel) fungiert - an die eigentlichen Anleger veräußern.<sup>(11)</sup> Zudem darf nicht außer acht bleiben, daß sich gerade in den letzten Jahren die Diskussion um die Effektivität der "Veranstaltung Börse" und ihrer rechtlichen Grundlage intensiviert und dabei zunehmend Modelle propagiert oder eingeführt werden, die auch aus der jüngeren Entwicklung der weltweiten Finanzmärkte resultieren.<sup>(12)</sup>

Folgende Einteilung der Börsenfunktionen erscheint sinnvoll:<sup>(13)</sup>

- a) Die Börse fördert den An- und Verkauf von Wertpapieren, und zwar sowohl auf dem Primär- als auch auf dem Sekundärmarkt. Auf diese Weise wird das Kapital der Anleger für die Finanzierung der öffentlich-rechtlichen Körperschaften sowie der öffentlichen und privaten Unternehmen nutzbar gemacht.
- b) Beim Handel mit Wertpapieren bilden sich Kurse für die Anleihen der einzelnen Emittenten, die als Indikatoren sowohl im makro- als auch im mikroökonomischen Bereich wertvolle Entscheidungshilfen darstellen.
- c) Schließlich kann die Börse als Instrument für die Durchführung politischer Maßnahmen - insbesondere zur wirtschaftlichen und sozialen Entwicklung bestimmter Bereiche oder Produktionssektoren - eingesetzt werden.

Auch wenn die Meinung vertreten wird, daß Investitionsvorgänge irreversibel seien und daß deshalb die Börse als solche keine Vermögenswerte schafft, ist sie doch als Instrument der Verkaufsförderung Index wirtschaftlicher Daten und als Entscheidungsgrundlage von großer Bedeutung, weshalb man sie zurecht als

<sup>(11)</sup> Vgl. dazu Ramos, Francisco Javier, El Papel de la Bolsa en el Sistema Financiero, E.C.E., 9/1983, S. 13.

<sup>(12)</sup> Vgl. hierzu Schüller, BZ v. 20.05.1987 und Ernst, BZ vom 30.12.1988 zum Miteinander von Computer- und Präsenzbörse.

<sup>(13)</sup> Vgl. Privato, Giorgio, La Borsa Valori, Milano 1972, S. 35 ff.

Wirtschaftsbarometer bezeichnet hat.<sup>(14)</sup>

Der Effektenmarkt kann seine Aufgaben desto besser erfüllen, je größere Mengen ersparten Kapitals er mobilisieren und zur bestmöglichen Finanzierung der Wirtschaft einsetzen kann. Während nämlich nationale Kreditinstitute in beachtlichem Umfang an die geldpolitischen Maßnahmen der betreffenden Länder gebunden sind (insbesondere an die von den nationalen Zentralbanken vorgegebenen Leitzinsen), dürfte eine Verteilung der auf internationaler Ebene insgesamt zur Verfügung stehenden Kapitalmittel ausschließlich unter ökonomischen Gesichtspunkten über den Effektenmarkt leichter zu verwirklichen sein als durch Kreditgewährung und seitens solcher nationaler Kreditinstitute.

Im mikroökonomischen Bereich hat die Börse insofern große Bedeutung, als daß sie durch die Veröffentlichung der Kurswerte der von den einzelnen Unternehmen ausgegebenen Wertpapiere dem einzelnen Unternehmer ermöglicht, den Wert seines Unternehmens zu beurteilen und abzuschätzen, zu welchen Bedingungen er gegebenenfalls neue Wertpapiere anbieten kann. Auf der anderen Seite kann ein Anleger anhand der aktuellen Kurse jederzeit den Wert seines Vermögens feststellen. Außerdem kann er seine Anteile kurzfristig zum Tageskurs verkaufen und so über sein angelegtes Kapital neu verfügen. Auf diese Weise hat der Wertpapierhandel an Börsen die bisherige Entwicklung der Aktiengesellschaften ermöglicht, die ihrerseits mit genügend Kapital versehen waren, um die großen Projekte in Angriff zu nehmen, die Voraussetzungen waren für das Wirtschaftswachstum der westlichen Welt, und die einen wesentlichen Beitrag zur Schaffung von Arbeitsplätzen leisteten.<sup>(15)</sup>

Auch auf der Ebene der Europäischen Gemeinschaften wird immer wieder die außerordentliche Bedeutung betont, die den Wertpapiermärkten im Rahmen der von den Artikeln 67 ff angestrebten Freiheit des Kapitalverkehrs zukommt. So hebt der Werner-Bericht, der die Grundsätze für die schrittweise Verwirklichung der

<sup>(14)</sup> Siehe dazu die Ausführungen von Georges Luftalla auf der Tagung der Wertpapierbörsen der EG-Staaten 1962 in Turin: Actas del Congreso de las Bolsas de Valores de los Países de la CEE, Milano 1962, S. 1952 ff.

<sup>(15)</sup> Vgl. hierzu Barre, Raymond, La Funzione delle Borse Valori nello Sviluppo della CEE, Bancaria 1972, S. 511 ff.

Wirtschafts- und Währungsunion der Gemeinschaft bestimmte, die "Integration der Finanzmärkte" als wesentlichen Beitrag zur Erreichung dieses Zieles hervor. Für die erste Phase der Union schlägt das Expertenkomitee die "Liberalisierung der Kapitalbewegungen" zwischen den Mitgliedstaaten vor und als erste Schritte folgende Maßnahmen:

(1) Die Festsetzung eines einheitlichen Mindeststandards für die Liberalisierungen hinsichtlich der Emissionen von Wertpapieren durch Gebietsansässige der Mitgliedstaaten.

(2) Eine Abstimmung der Verwaltungspraxis in den einzelnen Mitgliedstaaten hinsichtlich des "technischen Bereichs" der Börsen, das heißt, insbesondere bezüglich der Zulassungs- und Tätigkeitsvoraussetzungen der Mitglieder der Börsen, des äußeren Ablaufs der Börsengeschäfte sowie der Formen und rechtlichen Inhalte der einzelnen Finanzierungsinstrumente.<sup>(16)</sup>

Auch das Europa-Parlament stellt in einer Resolution vom 13. Oktober 1981 fest<sup>(17)</sup>, daß ein Ausbau der Aktienmärkte und der Finanzierung durch Wagniskapital erforderlich ist, um die Struktur der Industrien in der Gemeinschaft zu verbessern und den Einsatz moderner Technologien zu fördern, um auf diese Weise einen wesentlichen Beitrag zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit der Europäischen Industrie und damit zu Wirtschaftswachstum und zur Schaffung von Arbeitsplätzen in der Gemeinschaft zu leisten.

---

<sup>(16)</sup> Der Werner-Bericht ist das Ergebnis der Untersuchungen einer Experten-Gruppe vom 20.05.1970. Sie wurde infolge der Tagung der Staatschefs und Außenminister der EG eingesetzt, die am 1. und 2. 12.1969 in Den Haag stattgefunden hatte. Damals war zum Ausdruck gekommen, daß die sechs Mitgliedstaaten dem Ziel einer Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion große Bedeutung beimäßen. Vgl. hierzu auch den Segré-Bericht, auf den an anderer Stelle noch ausführlich einzugehen sein wird (s. unten Kapitel B, II. Abschnitt).

<sup>(17)</sup> Resolution des Europaparlaments vom 13.10.1981, Abl. Nr. C 287/29 vom 9.11.1981.

Insbesondere angesichts des sich abzeichnenden Wirtschaftswachstums kommt der Internationalisierung der Wertpapierbörsen vorrangige Bedeutung zu, denn die Weiterentwicklung des Aktienmarktes und die Steigerung seiner wirtschaftlichen Bedeutung sind für das Überleben des Systems der freien Marktwirtschaft unerlässlich.<sup>(18)</sup>

---

<sup>(18)</sup> Ähnlich haben sich der Nobelpreisträger Jan Tinbergen sowie die Professoren Abert Treffler und Henry Kaufmann geäußert, vgl. dazu: Adaptación del Mercado de acciones a los cambios de la sociedad, in: Boletín Intercogui, Nr. 6 vom 11.12.1983, S. 8.

### III. EG-MASSNAHMEN ZUR VERWIRKLICHUNG DER KAPITALVERKEHRSFREIHEIT UND DEREN EINFLUSS AUF DAS BÖRSENRECHT

#### 1. Der EWG-Vertrag

Die Grundlagen für eine Harmonisierung der Kapitalmärkte der Mitgliedstaaten bilden die Artikel 67, 68, und 69. In Kapitel 4 des Vertrages sind die Ziele der Gemeinschaft in Bezug auf den Kapitalverkehr in folgender Weise festgelegt:

"Soweit es für das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes notwendig ist, beseitigen die Mitgliedstaaten untereinander während der Übergangszeit schrittweise alle Beschränkungen des Kapitalverkehrs in Bezug auf Berechtigte, die in den Mitgliedstaaten ansässig sind, und heben alle Benachteiligungen aufgrund der Staatsangehörigkeit oder des Wohnortes der Parteien des Anlageortes auf" (Art. 67 Abs. 1).

Die recht dehnbare Formulierung "soweit es für das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes notwendig ist" zeigt die Abhängigkeit der Entwicklung des freien Kapitalverkehrs von der Entwicklung des Gemeinsamen Marktes.

Es muß jedoch darauf hingewiesen werden, daß die These von der lediglich "dienenden Funktion" der Kapitalverkehrsfreiheit, die im praktischen Ergebnis nur geringfügige Abweichungen im Ausmaß der Liberalisierung aufweist, nach Sinn und Zweck der insoweit nicht eingeschränkten Regelung in Artikel 67 nicht überzeugen kann.<sup>(19)</sup> Zwar geht es in den Artikeln 67 bis 73 selbst nicht um die vollkommene Abschaffung aller Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit; und auch der Europäische Gerichtshof<sup>(20)</sup> sowie praktisch die

<sup>(19)</sup> Ress, Georg, in: Grahitz u.a., Kommentar zu EWGV, Kap. 4, Art. 67, Der Kapitalverkehr, Loseblattsammlung, Stand Dezember 1983, S. 2.

<sup>(20)</sup> Vgl. EuGH: Rs. 203/80, Sgl. 1981, S. 2595 ff.

gesamte Rechtslehre<sup>(21)</sup> bestreiten die unmittelbare Anwendbarkeit der normativen Artikel in Bezug auf den freien Kapitalverkehr, was mit der restriktiven Formulierung des Artikels 67 begründet wird. Auch wird in Artikel 71 nur ein schwacher Grundsatz der Nichteinführung von neuen Restriktionen aufgestellt, der eigentlich keine wirkliche Stand-Still-Klausel bedeutet, da er von den Mitgliedstaaten lediglich verlangt, daß sie sich um die Einhaltung dieses Grundsatzes bemühen.

All dies stellt jedoch nicht die grundlegende Bedeutung in Abrede, die der Kapitalverkehrsfreiheit bei der Schaffung des Binnenmarktes der Gemeinschaft zukommt. Als eine der vier Grundfreiheiten wurde sie in den Vertrag (Art. 3c) aufgenommen und bildet innerhalb des dritten Titels des zweiten Teils des Vertrages (die Grundlagen der Gemeinschaft) ein eigenes Kapitel. In diesem Sinne fordert denn auch die Präambel der ersten Richtlinie zur Durchführung des Artikels 67 eine möglichst weitgehende und schnelle Liberalisierung des Kapitalverkehrs.<sup>(22)</sup> Dennoch haben die Formulierung des Artikels 67<sup>(23)</sup> sowie die zitierten juristischen Auslegungen dazu geführt, daß die Entwicklung der Kapitalverkehrsfreiheit und damit natürlich auch die Harmonisierung aller

(21) Vgl. Kiemel, Wolfgang, in: Kommentar zu Art. 67 - 73, in: Handbuch des Europäischen Rechts, 230. Lieferung, November 1986, S.11.

Waschk, Kommentar zu Art. 67, 2. Aufl. S. 540.

Padoa-Schioppa, Europäische Kapitalmärkte zwischen Liberalisierung und Restriktion, Integration, 1/1983, S.10ff.

Ress, Georg, La Libre Circulation des Personnes, des Services et des Capitaux, in: Trente Ans de Droit Communautaire, 1982, S.342ff.

Ortiz Arce, Antonio, La Libre Circulacion de Capitales, Noticias CEE 1986, S. 127.

(22) Vgl. Erste Rl. des Rates, Zur Durchführung des Art. 67 vom 11.05.1960, Abl. Nr. 921/60.

(23) Die Formulierung verdeutlicht gleichzeitig, daß die Kapitalverkehrsfreiheit nicht nur die übrigen Freiheiten ergänzen soll, sondern, daß sie auch dem weitergehenden Ziel der Errichtung eines einheitlichen europäischen Kapitalmarktes dient; vgl. dazu Art. 69 sowie Seidel, Martin, Freier Kapitalverkehr und Währungspolitik, in: Europäische Gerichtsbarkeit und nationale Verfassungsgerichtsbarkeit, Festschrift für Hans Kutscher, Baden-Baden 1981, S. 401 ff.

dazugehörigen Rechtsinhalte<sup>(24)</sup> - wie z.B. des Wertpapierrechts, welches uns hier beschäftigt - lange Zeit zugunsten der Entwicklung der anderen in dem Vertrag betrachteten Freiheiten ins Stocken geraten ist. Selbst die nun verabschiedete Richtlinie wird bestimmte Ausnahmeregelungen enthalten, von denen noch die Rede sein wird.

## 2. Die ersten Richtlinien

Die ersten Richtlinien sind aufgrund von Artikel 69 vom Minister- rat auf Vorschlag der Kommission am 11. Mai 1960 und am 18. De- zember 1962 zur Durchführung der Vorschriften des Artikels 67 er- lassen worden.<sup>(25)</sup>

Die einzelnen Arten von Kapitalbewegungen sind in den Richtlinien in vier Kategorien (A, B, C und D) eingeteilt worden, für die jeweils unterschiedliche Bestimmungen gelten. Für die hier allein interessierende Liberalisierung des Effektenverkehrs gilt danach folgende Regelung:

<sup>(24)</sup> Eine Definition des Kapitalverkehrs findet sich weder im Vertrag noch in den vom Rat bisher erlassenen Richtlinien, die lediglich im Anhang bestimmte Kapitalvorgänge nach Fallgruppen in vier Listen einteilen und als Nomenklatur anführen. Bei den Vertragsverhandlungen wurde es für unzweck- mäßig gehalten, eine möglicherweise unvollständige Begriffsbestimmung vor- zunehmen. (Vgl. den Versuch einer begrenzten Definition durch General- anwalt G.A. Mayras, in: Rs. 7/78 Thompson, Slg. 1978, S. 2285 f. Nach Schweizer, Michael/Hummer, Waldemar, Europarecht, Frankfurt a.M.: Metzner, 1980, S. 229, ist der Kapitalverkehr die einseitige Wertübertragung von Sach-Geldkapital, d.h. zum einen Immobilien und Unternehmensbeteiligungen, zum anderen Wertpapiere, kurz- und mittelfristige Kredite aus einem Mit- gliedstaat in einen anderen, wobei sie regelmäßig zugleich eine Vermögens- anlage darstellt. Demgegenüber ist der Zahlungsverkehr (Art. 106) die Übertragung der Zahlungsmittel von Wirtschaftseinheiten eines Mitglied- staates auf solche eines anderen Mitgliedstaates. Angesicht der relativen Unbestimmtheit des Kapitalbegriffes steht insoweit dem Rat nach Art. 69 die Befugnis zu, die erforderlichen inhaltlichen Festlegungen und Abgren- zungen zu treffen, siehe: Ress, Georg, a.a.O. (Anm. 19), S. 3.

<sup>(25)</sup> Rl. vom 11.05.1960, Abl. Nr. L 921/60 und Rl.vom 18.12.1962, Abl. Nr. L 62/63 vom 22.01.1963. Abgedruckt auch in: Handbuch für europäische Wirt- schaft, Börsenblatt-Ausgabe, Bd. 4., Baden-Baden/Frankfurt a. M., 1967.

Käufe und Verkäufe von börsennotierten Wertpapieren fallen unter die sogenannte "unbeschränkte Liberalisierung" der Kategorien A und B<sup>(26)</sup>, die nur unter den in Artikel 73 und 109 genannten Ausnahmebedingungen rückgängig gemacht werden kann.<sup>(27)</sup>

Damit waren die Voraussetzungen für einen freizügigen Wertpapierverkehr zwischen den Börsen, unbeeinträchtigt von devisarechtlichen Bestimmungen der Mitgliedstaaten gegeben.

Die Emission von Wertpapieren in einem Mitgliedstaat durch nicht-inländische Emittenten ist in den genannten Richtlinien in die Kapitalbewegungen der Kategorie C einbezogen worden, für die eine "bedingte Liberalisierung" vorgeschrieben ist.<sup>(28)</sup>

Die Mitgliedstaaten konnten die Beschränkungen, welche für Kapitalbewegungen dieser Kategorie bei Inkrafttreten der Richtlinien bestanden, aufrechterhalten oder wieder einführen, wenn die Verwirklichung der nationalen Wirtschaftspolitik das erforderte.

Am 9. April 1964 ist dem Rat von der Kommission der Vorschlag für eine neue Richtlinie zu den Artikeln 67 ff vorgelegt worden, die zu einer Angleichung der Vorschriften über den Kapitalverkehr in den Mitgliedstaaten führen sollte. Darin war in bezug auf den Wertpapierverkehr in der Gemeinschaft vorgesehen, daß die diskriminierenden Rechts- und Verwaltungsvorschriften abgebaut werden sollten.<sup>(29)</sup>

Insbesondere sollten die Hemmnisse für die Zulassung ausländischer Wertpapiere zum Börsenhandel für deren Einbeziehung in den Effektengiro und für die Anlage bei den Kapitalsammelstellen beseitigt werden.

Nachdem diese neue Richtlinie nicht verabschiedet worden war, legte die Kommission im Februar 1967 eine revidierte Fassung

---

<sup>(26)</sup> Der Unterschied bei der rechtlichen Regelung der Transaktionen der Liste A und B besteht darin, daß die Transaktionen aus Liste A einzeln genehmigt werden müssen, während diejenigen aus Liste B lediglich einer allgemeinen Genehmigung administrativer Art bedürfen. Außerdem kann bei den Transaktionen der Liste B ein anderer Wechselkurs angewendet werden, als bei den gewöhnlichen Transaktionen. Dies trifft für die Liste A grundsätzlich nicht zu.

<sup>(27)</sup> Siehe a.a.O. (Anm. 25).

<sup>(28)</sup> Vgl. Richtlinien 1 und 2 zu Art. 67.

<sup>(29)</sup> Vorschlag vom 09.04.1964 IV/KOM (64), 128 endg.



vor<sup>(30)</sup>, um in den Mitgliedsländern gleiche Bedingungen für den Kapitalverkehr herbeizuführen.

Der revidierte dritte Richtlinienvorschlag der Kommission sah für Frankreich, Italien und die Niederlande vor, die Emission der Wertpapiere von Unternehmen aus anderen EG-Ländern auf dem inländischen Kapitalmarkt zuzulassen.<sup>(31)</sup> Im übrigen übernahm die Kommission in Bezug auf den Wertpapierverkehr die in der ursprünglichen Fassung von 1964 enthaltenen Vorschläge zur Aufhebung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften, die bei der Auflegung, Unterbringung und Börseneinführung von Wertpapieren nichtinländischer Emittenten in einem Mitgliedsland benachteiligend wirkten. Das gleiche galt für die Anlagevorschriften, welche institutionelle Anleger am Erwerb von Wertpapieren aus anderen EWG-Staaten gehindert hatten. Nach der alten Fassung waren allerdings nur die Anlagebeschränkungen für Aktien von Unternehmen aus anderen Mitgliedsländern zu beseitigen, wenn diese Aktien an einer Börse des Landes, in dem sich das anlegende Finanzinstitut befand, notiert wurden. Bei festverzinslichen Wertpapieren sollten die Anlagebeschränkungen aufgehoben werden, sofern die Papiere von jedem Wechselkursrisiko befreit waren.<sup>(32)</sup>

Ausgenommen waren jedoch Anteilscheine am Sondervermögen von Kapitalanlagegesellschaften (Investmentfonds), selbst wenn diese an der Börse gehandelt wurden. Der freie Kapitalverkehr konnte bei diesen Anteilscheinen vor allem deswegen nicht eingeführt werden, weil die für die Fonds geltenden nationalen Rechtsvorschriften derart unterschiedlich waren, daß sie keinen gleichwertigen Spärserschutz und keine fairen Wettbewerbsbedingungen gewährleisteten. Um diesem Zustand abzuhelpfen, unterbreitete die Kommission im April 1976 dem Rat einen Richtlinienvorschlag zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften, die die Organismen für

<sup>(30)</sup> Vorschlag vom 07.02.1967 (KOM 67/55).

<sup>(31)</sup> Einige Delegationen machten im Rat geltend, daß der Zugang zu den Kapitalmärkten bestimmter EG-Länder illusorisch bleibe, solange die Emissionen von Unternehmen anderer Mitgliedstaaten der staatlichen Genehmigung unterliegen. Andere Delegationen waren demgegenüber der Auffassung, daß die Öffnung der nationalen Kapitalmärkte eine Harmonisierung auch der Wirtschafts-, Finanz- und Währungspolitik voraussetze.

<sup>(32)</sup> Vgl. Rl-Vorschlag vom 7.02.1967 (KOM 67/55).

eine gemeinsame Anlage in Wertpapieren (OGAW) betrafen.<sup>(33)</sup> Diese Koordinierung sollte die Aufhebung der Beschränkungen des Wertpapierverkehrs mit Anteilscheinen dieser Fonds ermöglichen. Der Vorschlag wurde zu diesem Zeitpunkt jedoch nicht angenommen, und die Kommission unterbreitete deshalb im Juni 1979 dem Rat einen Vorschlag für eine Richtlinie zur zweiten Änderung der ersten Richtlinie zur Durchführung des Art. 67.<sup>(34)</sup> Dieser sah vor, die Anteile an Investmentfonds und die nicht börsennotierten Anteile von Investmentgesellschaften, die bisher in der Liste C aufgeführt waren, in die Liste B zu übernehmen. Dadurch würden diese Arten des Kapitalverkehrs unter die unbedingte Liberalisierungspflicht fallen. Devisenrechtliche Beschränkungen nach Art. 3 Abs. 2 der ersten Richtlinie wären dann insoweit nicht mehr möglich. Diese Richtlinie wurde im November 1985 in Bezug auf Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) verabschiedet.<sup>(35)</sup> Freilich ist sie nach der weitergehenden neuen Richtlinie vom 26. November 1986<sup>(36)</sup>, was die Liberalisierung des Kapitalverkehrs betrifft, fast ins Leere gegangen.<sup>(37)</sup>

### 3. Der Weg zur vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der Gemeinschaft

Am 23. Mai 1986 unterbreitete die Kommission dem Rat eine Mitteilung über ein weitgehendes Programm zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der Gemeinschaft.<sup>(38)</sup>

Das Programm sah namentlich zwei Arten von Maßnahmen vor:

Die Aufhebung der abweichenden Regelungen und die Ausweitung der gemeinschaftlichen Liberalisierungsverpflichtungen.

<sup>(33)</sup> Rl-Vorschlag vom 26.07.1976, Abl. Nr. C 171/1.

<sup>(34)</sup> Rl-Vorschlag vom 21.05.1979 (unveröffentlicht).

<sup>(35)</sup> Rl. des Rates vom 20.12.1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmter Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) 85/611/EWG, Abl. Nr. L 375 vom 21.12.1985.

<sup>(36)</sup> Rl. des Rates 96/556/EWG vom 26.11.1986 zur Änderung der Rl. vom 11.05.1960 zur Durchführung des Art. 67. Abl. Nr. L 332/24 vom 26.11.1986.

<sup>(37)</sup> Siehe unten Kap. A, Abschnitt III, S. 17.

<sup>(38)</sup> Mitteilung der Kommission "Programm zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der EG" vom 23.05.1986, KOM (86) 292.

Was die erste Maßnahme anbelangt, schlug die Kommission vor, daß die abweichenden Regelungen, die aus der Anwendung der in Art. 108 Abs. 3 vorgesehenen Schutzklausel resultieren, unter ihre Zuständigkeit fallen. Solche Regelungen brauchten daher die Genehmigung der Kommission, und ihre Geltungsdauer war von vornherein befristet.

Zur Ausweitung der gemeinschaftlichen Liberalisierungsverpflichtungen sieht das Programm die Verabschiedung zweier neuer Richtlinien vor, welche die Liberalisierungsregelungen von 1960 und 1962 ergänzen sollen.

Die erste davon ist am 1.3.1987 in Kraft getreten<sup>(39)</sup> (hierbei sind allerdings die Übergangsregelungen für Spanien und Portugal zu berücksichtigen) und sieht folgende Erweiterungen in Bezug auf die Transaktionen vor:

- (1) die langfristigen Handelskredite, an denen ein Gebietsansässiger beteiligt ist,
- (2) den Erwerb von marktfähigen Wertpapieren, unabhängig davon, ob sie an der Börse notiert werden oder nicht,
- (3) die Zulassung von an den ausländischen Börsen notierten Effekten und von Anteilen an Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, die durch die Richtlinie 85/611 koordiniert werden, am nationalen Wertpapiermarkt.

Danach sieht das Programm eine zweite Phase in Richtung auf die vollständige Freiheit des Kapitalverkehrs vor. Dazu gehört gemäß einer weiteren Mitteilung der Kommission an den Rat vom 4.11.1987<sup>(40)</sup> die Geschlossenheit des europäischen Finanzraumes. Mit dieser Richtlinie, deren Rechtsgrundlage Art. 69 bildet, soll die Liberalisierung auf sämtliche Kapitalbewegungen ausgedehnt werden.

<sup>(39)</sup> Siehe a.a.O. (Anm. 36).

<sup>(40)</sup> Mitteilung der Komm. "Schaffung eines Europäischen Finanzraumes", KOM (87) 550 endg. vom 4.11.1987.

Diese Ausweitung betrifft hinsichtlich des Wertpapiermarktes hauptsächlich folgende Maßnahmen:

- (1) Die Liberalisierung aller noch nicht liberalisierten Transaktionen,
- (2) die Abschaffung des doppelten Marktes, d.h. der Möglichkeit, daß ein Land bei bestimmten Finanztransaktionen mit dem Ausland einen besonderen Wechselkurs anwendet,
- (3) die Abschaffung anderer Benachteiligungen von Kapitalbewegungen, die nicht den Wechselkurs betreffen.<sup>(41)</sup>

Das Inkrafttreten dieser Richtlinie macht eine weitgehende Konvergenz der wirtschaftspolitischen Maßnahmen der Mitgliedstaaten, insbesondere im Bereich der Geld- und Wechselkurspolitik erforderlich. Nur auf diese Weise wird eine größere Unbeständigkeit sowohl der Wechselkurse als auch der Zinssätze innerhalb der Gemeinschaft vermieden.<sup>(42)</sup>

Daher enthält die Richtlinie eine Schutzklausel, wonach die Kontrolle kurzfristiger Kapitalbewegungen wiedereingeführt werden kann, falls diese die Geld- und Wechselkurspolitik eines Mitgliedstaates ernstlich gefährden.<sup>(43)</sup>

Die Richtlinie sieht allerdings vor, daß die Beschränkungen für den Kapitalverkehr bis zum Ablauf der vorgesehenen Übergangszeit beibehalten oder wiederhergestellt werden können. Außerdem sieht die Richtlinie die technische Anpassung der Nomenklatur für den Kapitalverkehr vor und enthält Begriffsbestimmungen. Darüber

---

<sup>(41)</sup> Siehe Anlage I der Rl.

<sup>(42)</sup> Conthe, Manuel, La Libertad de Movimientos de Capital en la CEE, I.C.E., Januar 1987, S. 33.

<sup>(43)</sup> Der deutsche Bundesrat nahm zu den Vorschlägen der Kommission am 26.02.1988 Stellung. Er äußerte sich hierzu wenig positiv und stellte fest, daß "...die in dem Richtlinienvorschlag zur vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs enthaltenen geldpolitischen Schutzklauseln, wonach unter bestimmten Voraussetzungen kurzfristige Kapitalbewegungen über die Grenzen zeitweise verhindert werden können, nicht zu einem einheitlichen europäischen Finanzbinnenmarkt passen... Sie sollten jedenfalls auf eine eng begrenzte Übergangszeit beschränkt werden." zum vollständigen Inhalt der Stellungnahme des Bundesrates, vgl. Müller, Klaus, Der europäische Finanzraum nimmt Gestalt an, Die Bank 4/88, S. 180.

hinaus verankert die Richtlinie zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs in ihrer Anlage IV die Gesamtheit der sich daraus für die vier betroffenen Mitgliedstaaten ergebenden Bestimmungen.<sup>(44)</sup>

Die Fristen, die mit dem in der Einheitlichen Europäischen Akte (Art. 8a) für die Vollendung des Binnenmarktes festgesetzten Termin vereinbar sind, werden unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen Lage jedes Landes festgelegt.<sup>(45)</sup>

Am 24. Juni 1988 hat der Rat eine Richtlinie erlassen.<sup>(46)</sup> Sie entspricht inhaltlich den Maßnahmen, die die Kommission in dem oben erwähnten Programm zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs sowie in der Mitteilung zur Schaffung eines europäischen Finanzraumes vorgeschlagen hatte.

Die besondere Bedeutung liegt in dem vorgesehenen Abbau der Beschränkungen des Kapitalverkehrs zwischen Gebietsansässigen in den Mitgliedstaaten. Allerdings bleiben aufgrund eines Anhangs die Mitgliedstaaten berechtigt, Schutzmaßnahmen zu treffen im Falle von kurzfristigen Kapitalbewegungen von außergewöhnlichem Umfang, die starke Spannungen auf den Devisenmärkten hervorrufen. Darüber hinaus behält die Richtlinie im Einklang mit den Bestimmungen der Beitrittsakte von 1985 die Übergangsmaßnahmen für Spanien und Portugal bei, wie sie schon oben erwähnt worden sind und enthält eine Ermächtigung für Griechenland, Portugal und Irland im Falle von Zahlungsbilanzschwierigkeiten die Liberalisierungsfrist zu verlängern.

Außerdem dürfen Belgien und Luxemburg ihren gespaltenen Devisenmarkt unter bestimmten Bedingungen beibehalten.

Diese Richtlinie tritt auch an die Stelle der Richtlinie 72/156 zur Regulierung der internationalen Finanzströme. Ihre Bedeutung besteht darin, daß sich die Mitgliedstaaten letztendlich geeinigt haben, alle Beschränkungen des freien Kapitalverkehrs wenigstens formal aufzuheben.

<sup>(44)</sup> Vgl. Anlage IV zum RL-Vorschlag.

<sup>(45)</sup> Bzgl. der Übergangsfristen für Irland, Griechenland, Portugal und Spanien, vgl. Anhang I, II, III und IV der Rl. 86/566,

<sup>(46)</sup> Rl. des Rates 88/361/EWG vom 8. Juni 1988 zur Durchführung von Art. 67 des Vertrages, Abl. Nr. L. 178/6.

KAPITEL B:       AKTUELLER STAND DER HARMONISIERUNG DES BÖRSENRECHTS  
                  IN DER EG

I.                INITIATIVEN INTERNATIONALER ORGANISATIONEN AUSSER-  
                  HALB DER EG

1.    Initiativen der OECD

Die beiden Empfehlungen der OECD von 1974 bzw. 1976<sup>(47)</sup> betreffen die Information, die bei der öffentlichen Emission von Aktien zu veröffentlichen ist. Letztere beinhaltet sehr genaue Vorschriften bezüglich des Inhalts des Zulassungsprospekts von Aktien.<sup>(48)</sup>

Da es sich bei diesen Initiativen der OECD nur um Empfehlungen handelt, besitzen sie keinerlei Rechtskraft. Andererseits besteht ihr Hauptziel nicht darin, einen Beitrag zur Integration des Wertpapiermarktes zu leisten. Sie verfolgen vielmehr eine fortschreitende Entwicklung der Finanzmärkte sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene. Dennoch stellen diese beiden Empfehlungen den ersten Versuch dar, auf internationaler Ebene bestimmte operative Formen zu präzisieren, die in dem von ihnen betrachteten Bereich des Emissionsprospekts erforderlich sind.

2.    Initiativen der FIBV

Die Internationale Vereinigung der Wertpapierbörsen (FIBV) hat sich bereits mehrmals mit dem Problem der Spaltung und der Integration des Wertpapiermarktes befaßt. Dies geschah offensichtlich unter dem Einfluß der Delegation der USA, die anfänglich versuchte, einen eigenen nationalen, integrierten Wertpapiermarkt zu errichten (National Market System).

<sup>(47)</sup> OECD-Empfehlung vom 26.02.1976.

<sup>(48)</sup> OECD-Comité des Marchés Financiers, Normes Minimales Applicables à Toute Offre Publique de Titres, Paris 1976.

Die FBIV verabschiedete im Jahre 1975 eine erste Resolution, die wie im Falle der OECD keine Rechtskraft besitzt. Darin wird die Konzentration aller Wertpapiergeschäfte, die an den Börsen der Mitgliedstaaten der FBIV getätigt werden, empfohlen. Diese Empfehlung wurde in 1977<sup>(49)</sup> geändert. Beide Resolutionen enthalten einen noch sehr viel ambitionseren Vorschlag bezüglich der Möglichkeit einer multinationalen Notierung von Wertpapieren und stellen dazu Mindestforderungen für die Zulassung zum Handel an der Börse auf. Die sprachlichen Formulierungen der Resolutionen sind jedoch so weitläufig und ungenau<sup>(50)</sup>, daß die vorgesehenen Realisierung der Integration der Märkte weit entfernt von jeglicher konkreter Realität liegt. Dennoch stellen sie einen wertvollen ersten Entwurf bezüglich der Verflechtung der Wertpapiermärkte dar.

## II. DER SEGRÉ-BERICHT UND DIE SCHAFFUNG EINES GEMEINSAMEN WERTPAPIERMARKTES

### 1. Einleitung

Der Segré-Bericht<sup>(51)</sup> ist das Ergebnis einer Arbeitsgruppe von unabhängigen Sachverständigen, die die Kommission 1964 mit der Untersuchung der Problematik, die sich bei der Integration der Kapitalmärkte ergeben könnte, beauftragte. Die Sachverständigen sollten insbesondere die Voraussetzungen für die Schaffung eines europäischen Kapitalmarktes sowie dessen Auswirkungen auf die einzelstaatlichen wirtschaftspolitischen Instrumentarien aufzeigen.

<sup>(49)</sup> FIBV Brochure, Paris 1978.

<sup>(50)</sup> "It is in the interest of all people concerned to encourage the official listing of securities... An important step forward would be set by adopting uniform minimum admission conditions...", in: FIBV Brochure, in der alle Resolutionen der FIBV enthalten sind, a.a.O. (Anm. 49) S. 43.

<sup>(51)</sup> Siehe Kap. B, Abschnitt II.

Von grundlegender Bedeutung ist der Bericht auch heute noch, da die Ausgangslage an vielen der untersuchten Kapitalmärkte nahezu unverändert geblieben ist und viele Anregungen und Empfehlungen des Berichts die Grundlage für Vorschläge bildeten, welche die Kommission der Europäischen Gemeinschaften dem Ministerrat zur weiteren Liberalisierung des Kapitalverkehrs unterbreitet hatte.

Die Analyse der Wertpapiermärkte<sup>(52)</sup>, die uns im Rahmen der vorliegenden Arbeit interessiert, ist im vierten Teil des Berichts enthalten.

## 2. Zur Struktur der Renten- und Aktienmärkte

Nach einer Darstellung der damals bereits existierenden Strukturen von Renten- und Aktienmärkten werden im Segré-Bericht die Bedingungen für einen funktionsfähigen europäischen Wertpapiermarkt aufgezeigt.

Der Bericht schlägt eine Harmonisierung der unterschiedlichen Steuersysteme sowie der Doppelbesteuerung in den Mitgliedstaaten vor. Ferner sieht er einen erleichterten Marktzugang ausländischer Emittenten vor. Außerdem stellten die Sachverständigen fest, daß zum Beispiel die Strukturunterschiede der Märkte nicht als Rechtfertigung für die Aufrechterhaltung von Beschränkungen geltend gemacht werden können. Ihrer Meinung nach bestünde höchstens ein Übergangsproblem, dem durch die folgenden rechtstechnischen Anpassungen begegnet werden könnte:

- (1) Durch die Beseitigung devisenrechtlicher Beschränkungen
- (2) Durch die Beseitigung bestimmter Rechts- und Verwaltungsvorschriften, die Emittenten aus anderen Mitgliedstaaten benachteiligen. Diese Empfehlung findet allerdings in Art. 7 der

<sup>(52)</sup> Zu der anderen Analyse der Kapitalmärkte in dem Segré-Bericht vgl. Gleske, Leonard, Probleme eines europäischen Kapitalmarktes, Bank-Betrieb Nr. 3/1967, S. 67 ff.; ebenda, Richebächer, Kurt, Strukturelle Schwächen der europäischen Kapitalmärkte, S 71 ff. sowie Truquet, Jean, Le Développement d'un marché européen des capitaux, Rev. du M. C., 1967, S.565 ff.



Richtlinie 79/279<sup>(53)</sup> nur für die börsennotierten festverzinslichen Wertpapiere ihren Niederschlag.

Bezüglich der Struktur der Aktienmärkte wurden die Vorschläge zur Erhöhung des Kapitalangebots auf diesen Märkten durch Investmentgesellschaften fast völlig in die oben erwähnte Richtlinie 85/611/EWG übernommen. So wird in dem Bericht die Harmonisierung ihrer Geschäftstätigkeiten, Publizität und Kontrolle betrachtet<sup>(54)</sup>, nicht jedoch die Steuerneutralität auf internationaler Ebene, obwohl die Harmonisierung bezüglich der Besteuerung der laufenden Einkünfte dieser Gesellschaften dringend erforderlich wäre.

Im Zusammenhang mit den Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen sieht der Bericht die Gleichbehandlung von deren in- und ausländischen Wertpapieranlagen vor, vorausgesetzt, die jeweiligen Papiere werden an einer Börse des Landes notiert, in dem die betreffende Institution ihren Sitz hat.

### 3. Bedingungen für einen funktionsfähigen Europäischen Wertpapiermarkt

Der Segré-Bericht stellt die Informationen der Anleger bei allen Problemen, die sich aus der Entwicklung des Kapitalmarktes ergeben könnten, in den Vordergrund:

Damit das Publikum mit den Wertpapieranlagen und der Funktionsweise der Börse vertraut wird, sind Publizitätsvorschriften zu erarbeiten, die in allen Mitgliedsländern gelten sollen. Das Schema eines Zulassungsprospektes wurde als Anhang beigefügt und bildete im großen und ganzen die Grundlage für den Vorschlag der Richtlinie von 1972<sup>(55)</sup>, die später in die Richtlinie 79/279/EWG des Rates<sup>(56)</sup> einbezogen wurde. Der Anhang ist in einigen Aspekten

<sup>(53)</sup> Rl. des Rates 79/279/EWG vom 5.3.1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse. Abl. Nr. L 66/21 vom 16.03.1979.

<sup>(54)</sup> Vgl. insbesondere Sektion I Art. 32, 44, 46 und Sektion IX.

<sup>(55)</sup> Vgl. dazu, Segré-Bericht, Kapitel B, Abschnitt II, S. 267 ff.

<sup>(56)</sup> Siehe a.a.O. (Anm. 53).

tatsächlich eingehender als die oben erwähnte Richtlinie. Seine Besonderheit liegt vor allem darin, daß er die Publizitätspflichten von verschiedenen Wertpapiergruppen und Emittenten verankert, sogar von solchen Papieren, die nicht unbedingt Objekt des Börsenhandels sind (z.B. Warrants).

Der Bericht sieht auch die Börsenzulassung von Anteilscheinen der Investmentfonds vor. Darüber hinaus wird die Einrichtung eines Koordinierungsausschusses als Kontrollbehörde bei internationalen Geschäften vorgesehen, der aus Vertretern der beteiligten Berufsgruppen und der aufsichtsführenden Behörden bestehen sollte. Diesem Vorschlag schenkte man jedoch keine Aufmerksamkeit, was vermutlich daran lag, daß die dem Koordinationsausschuß zu übertragenden Aufgaben in der Praxis nur schwer zu verwirklichen gewesen wären.

In der Richtlinie 79/279/EWG wird dann doch die Einrichtung eines Kontaktausschusses auf Gemeinschaftsebene vorgesehen, der die Anwendung der Richtlinie erleichtern sowie für die Beratung der Kommission zuständig sein soll. Seine Tätigkeit beschränkt sich jedoch auf die in der Richtlinie geregelten Gegenstände.

#### 4. Zur Funktionsweise der Wertpapierbörsen und des Wertpapierhandels

Die Sachverständigen kamen im Segré-Bericht zu dem Ergebnis, daß es sich bei den Wertpapiermärkten der EWG-Staaten um relativ enge Märkte handelte, auf denen es sich als schwierig erwies, Transaktionen mit einem bestimmten Papier zu tätigen, ohne dadurch starke Kursschwankungen auszulösen. Dieses Charakteristikum stellt auch heute noch eines der größten Probleme der europäischen Wertpapiermärkte dar, wodurch die von dem Bericht vorgesehenen Vorschläge bis heute Kernpunkte aller Börsenreformpläne sind. Sowohl der Londoner Big-Bang<sup>(57)</sup> als auch die Reformen der

<sup>(57)</sup> Bezeichnung für die Reform der Londoner Börse im Jahre 1986.

Madri der und der Pariser Börse haben, wie wir später noch feststellen werden<sup>(58)</sup>, die folgenden Vorschläge des Berichts einbezogen:

- (1) Die institutionellen Anleger sollten in verstärktem Maße die Möglichkeit erhalten, sich am Markt zu beteiligen, damit die Börsen ihre Rolle bei der Weiterleitung von Ersparnissen und ihre Funktion als Finanzierungsquelle für die Unternehmen wiedergewöhnen. Der Madrider Börsenbericht spricht in diesem Zusammenhang von der "Popularisierung der Börsenplätze".<sup>(59)</sup>
- (2) Die außerhalb der Börse getätigten Transaktionen müßten wieder an die Börse gelenkt werden, um einen transparenten Markt zu schaffen und um das Vertrauen der Anleger in die Börse zurückzugewinnen.<sup>(60)</sup>
- (3) Die Einführung von Wertpapieren aus anderen Mitgliedstaaten an den internationalen Börsen würde den Handel mit diesen Papieren erleichtern und seine Kosten senken.<sup>(61)</sup>

---

<sup>(58)</sup> Siehe unten Kapitel C, Abschnitt IV.

<sup>(59)</sup> Vgl. Editorial, La Bolsa y la CEE, Bolsa de Madrid, Nr. 78, 4/1985, S. 2 f; ebenso, Jornodas, Espana y la CEE, Nr. 78, 4/1985, S. 12 f; ebenso, La Europa Comunitara en Madrid, Bolsa de Madrid Nr. 45, 4/1982, S. 14 f.

<sup>(60)</sup> Vgl. Carrión, Pedro, Informacion y Transparencia: El Norte de la Reforma del Mercado de Valores, Papeles de Economía Espanola, Nr. 9, Madrid 1986, s. 115 ff.: Schmidt, Hartmut/Döhrmann Andreas, Der geregelte Markt, Sparkasse 9/1987, S. 374; Schwark, Eberhard, Das neue Kapitalrecht, NJW Heft 34, vom 19.08.1987, S. 2041.

<sup>(61)</sup> Vgl. Jiménez, Latorre/Jurado, Guindo, Algunos efectos económicos de la inversion extranjera en España, ICE, 8/1985, S. 39 ff. Fuentes Quintana, Enrique, Bolsa de Valores, Problemas de Hoy, Soluciones de Mañana, Bolsa de Madrid, Nr. 100, 1986, S. 25 f.

## 5. Schlußfolgerung

Dieser Gedanke liegt allen Überlegungen zugrunde, die auf die Schaffung von verflochtenen Märkten für Wertpapiere oder einer europäischen Börse abzielen.<sup>(62)</sup> Die Richtlinien 279/79/EWG und 390/80/EWG stellen hierzu die ersten Schritte dar.<sup>(63)</sup> Diese vorgeschlagenen Maßnahmen sind auch aus Wettbewerbsgründen erforderlich, um die Konkurrenzfähigkeit der europäischen Börsen gegenüber den amerikanischen und der japanischen zu erhalten.<sup>(64)</sup>

Der Segré-Bericht hat somit die große und richtungsweisende Tragweite der Kapitalmärkte bereits vor zweiundzwanzig Jahren zum Ausdruck gebracht und die dringenden Reformen dargestellt.

---

<sup>(62)</sup> In den 80er Jahren war die Rede davon, eine einzige Börse für ganz Europa einzurichten. Angesichts der Schwierigkeiten ist man allerdings heute realistischer und man spricht nur von integrierten Börsen mittels eines EDV-Systems, Vgl. unten das Symposium der Kommission aus dem Jahre 1983, Anm. 85, S. 38; Vgl. Degner, Harald, Die supranationale Zusammenarbeit der Wertpapierbörsen, Die Bank 7/1980, S. 317 ff.

<sup>(63)</sup> Zu der ersten Rl, siehe Anm. 58; zu der zweiten: Rl. des Rates 80/390/EWG vom 27.03.1980 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospektes, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist. Abl. Nr. L 101/1 vom 27.03.1980.

<sup>(64)</sup> Vgl. Hassels, Jean-Michel, Un marché Intégré des Valeurs Mobilières, le Monde des Caisses, 1973, S. 31; Martinez de Campos, Carlos, Liberalización de las Inversiones: Una Necesidad y un Reto, Ejecutivos Financieros, 1/1987, S. 10.

### III. ANDERE BERICHTE UND VERÖFFENTLICHUNGEN IM AUFTRAG DER KOMMISSION

Die Kommission hat nach der Vorlage des Segré-Berichts noch andere Sachverständigenausschüsse beauftragt, die Wertpapiermärkte im Hinblick auf die Festlegung bestimmter Ziele zu untersuchen.

In diesem Zusammenhang ist zunächst die Reihe "Wettbewerb-Rechtsangleichung" anzuführen, die vier Bände aus den Jahren 1977/78 umfaßt, in denen die Effektenmärkte in der Gemeinschaft untersucht werden.

Die erste Studie "Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt"<sup>(65)</sup> wurde von Professor Dr. Hartmut Schmidt durchgeführt.<sup>(66)</sup> Es handelt sich hierbei um eine Untersuchung von Segmenten der Zirkulationsmärkte in den Mitgliedsländern der Europäischen Gemeinschaft, in Japan und in den USA, allerdings mehr unter wirtschaftlichen als unter juristischen Gesichtspunkten.

Im ersten Teil der Studie werden bestimmte Kriterien für die Beurteilung der verschiedenen Organisationsformen der Wertpapiermärkte festgesetzt.

Der zweite Teil untersucht diese Organisationsformen und das Funktionieren der Zirkulationsmärkte in den damaligen neun Mitgliedstaaten sowie in Japan und in den USA. Ziel dieser Untersuchung war es, für den jeweiligen Staat zu ermitteln, ob der Zirkulationsmarkt im weiten Sinne integriert oder gespalten ist,

<sup>(65)</sup> Der Verfasser bezeichnet einen integrierten Zirkulationsmarkt als einen einheitlichen ganzen Markt, der den gesamten Handel mit bestimmten, bereits im Umlauf befindlichen Effekten umfaßt. Bei einem integrierten Markt kommt es darauf an, daß alle existierenden Elemente zu einem geordneten Ganzen, einem Effektenhandelssystem also, zusammengefügt sind. Demgegenüber sind segmentierte Märkte nicht oder weniger integrierte Märkte, das heißt, jede Art von Wertpapieren wird auf einem eigenen Markt gehandelt. In der Terminologie der Börsen wird eher von "fragmentierten" oder "segmentierten" als von "gespaltenen Märkten" gesprochen.

<sup>(66)</sup> Schmidt, Hartmut, Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt, Kollektion Studien, in der Reihe: Wettbewerb-Rechtsangleichung Nr. 30, Brüssel, März 1977.

und welche verschiedenen Arten von Wertpapiergeschäften dort getätigt werden.<sup>(67)</sup>

Schließlich enthält der dritte Teil der Studie einen Vergleich der Vorzüge von integrierten Zirkulationsmärkten einerseits und gespaltenen Märkten andererseits, der auf Erkenntnissen aus der Praxis sowie auf theoretischen Überlegungen basiert. Außerdem zieht der Verfasser Schlußfolgerungen für die künftige Politik der Gemeinschaft im Bereich des Börsenwesens. Er erkennt dabei zwar die Notwendigkeit eines angemessenen Grades der Segmentierung der Märkte an, erhebt jedoch gleichzeitig die Forderung nach einer Börsenpolitik der Gemeinschaft, die die Rahmenbedingungen für den Wettbewerb auf den Effektenmärkten sowie verschiedene Wettbewerbsvoraussetzungen schaffen sollte.

Die zweite Studie zum Thema "Die Effektenmarktaufsicht in der Europäischen Gemeinschaft"<sup>(68)</sup> wurde 1977 von Professor Dr. Eddy Wymeersch erstellt. Sie beschreibt und analysiert die verschiedenen Formen der Effektenmarktaufsicht und ihrer Instrumente und bezieht sich dabei sowohl auf hoheitliche als auch auf berufsständische Normen. Diese sind Teil des institutionellen Gesamtsystems der Befugnisse und Zuständigkeiten der verschiedenen Stellen des Effektenmarktes, die sich aus dem juristischen Rahmen hoheitlicher oder korporativer Art ergeben. Die Untersuchung umfaßt die Befugnisse und Tätigkeiten sowohl der Gesetzgeber (insbesondere bei der Zulassung an einer Börse) als auch der berufsständischen Gremien und Organisationen, die insbesondere die Ausübung dieser Tätigkeiten überwachen.

Außerdem grenzt sie das Anwendungsgebiet und die Ziele der Reglementierung der Effekten zu der der anderen Börsentitel ab. Dabei stehen die Möglichkeiten einer Harmonisierung von bereits jetzt einander ähnlichen Regelungen im Vordergrund.

Der zweite Teil umfaßt verschiedene Vorschläge zur Harmonisierung der nationalen Vorschriften für den Effektenhandel. In diesem

<sup>(67)</sup> Vgl. Kapitel C dieser Arbeit, wo weitere Untersuchungen der oben zitierten Studien behandelt werden.

<sup>(68)</sup> Wymeersch, Eddy, Die Effektenmarktaufsicht in der EG. Studien in der Reihe: Wettbewerb-Rechtsangleichung, Nr. 31, Brüssel, Dezember 1977.

Zusammenhang wurde den folgenden Punkten besondere Aufmerksamkeit geschenkt:

- der Pflicht zur Emissionspublizität,
- der Prospekthaftung
- und dem Status der in den Effektenhandel eingeschalteten Personen.

Die Aussagen, die hier gemacht werden, gehen jedoch weder auf die verschiedenen Problematiken noch auf die geltenden Rechtsvorschriften der einzelnen Staaten näher ein.<sup>(69)</sup>

Das Kapitel schließt mit einem Vorschlag zur Bildung eines integrierten Europäischen Effektenhandels, wobei der Verfasser alle dabei auftretenden Probleme erneut lediglich beschreibt, ohne detaillierte Lösungen aufzuzeigen.

Systematischer und engagierter ist die klare Rechtsvergleichende Analyse der Effektenmärkte der Mitgliedstaaten der Gemeinschaft, die ebenfalls von Professor Wymeersch in der Reihe "Wettbewerbs-Rechtsangleichung" durchgeführt wurde.<sup>(70)</sup> In dieser Studie wurde ein sehr präziser Vergleich zwischen den Primär- und Sekundärmärkten<sup>(71)</sup> in Bezug auf die Gesetzgebung aufgestellt, wobei anzumerken ist, daß in den meisten Mitgliedstaaten inzwischen gewisse Änderungen vorgenommen wurden.

Veröffentlicht wurden ferner eine Dokumentation des Symposiums "Auf dem Weg zur Europäischen Börse"<sup>(72)</sup> und der Bericht "Vorschlag für einen Europäischen Markt mit Dividendenwerten durch einen Verbund der Börsen der Gemeinschaft"<sup>(73)</sup>.

Beide Veröffentlichungen befassen sich mit den Möglichkeiten der Schaffung einer einzigen Europäischen Börse. Gegenstand des Symposiums war die Frage, ob "die Schaffung eines europäischen

<sup>(69)</sup> Vgl. hierzu ebenda, S. 168 und S. 170.

<sup>(70)</sup> Wymeersch, Eddy, Supervision of Securities Markets in the member states of the European Economic Community, Competition-Approximation of Legislation Series, Nr. 32 and 33, Brussels 1978.

<sup>(71)</sup> Mit den Bezeichnungen "Sekundär"- oder "Zirkulationsmarkt" ist der Markt für bereits begebene Effekten gemeint.

<sup>(72)</sup> Kommission der EG, Auf dem Weg zur Europäischen Börse, Symposium vom 13. und 14. November 1980, Brüssel 1980.

<sup>(73)</sup> Hall, Michael/Duncan Malcom, G., Vorschlag für einen Europäischen Markt mit Dividendenwerten durch einen Verbund der Börsen der Gemeinschaft, Bericht für die Kommission und den Börsenausschuß der EG, Brüssel, 1985.

Marktsystems für den Handel mit Wertpapieren internationalen Charakters, das mittels eines Telematik-Systems die nationalen Wertpapierbörsen miteinander verbindet, wünschenswert und durchführbar erscheint". Die einzelnen Vorträge und Diskussionsbeiträge stellen eine interessante Zusammenfassung der Probleme bei der Schaffung eines offenen Marktsystems und der dazu vertretenen Meinungen relevanter Börsen und Finanzbehörden dar.

In dem Bericht hingegen werden zum einen die Probleme dargestellt, die sich beim grenzüberschreitenden Handel mit europäischen Wertpapieren ergeben, die an anderen (in verschiedenen Mitgliedstaaten der Gemeinschaft gelegenen) Börsen notiert sind, zum anderen werden Arbeitshypothesen für einen europäischen Börsenverbund aufgestellt. Dieser sollte dazu führen, daß sich möglichst viele Wertpapiertransaktionen auf die Börse konzentrieren.



#### IV. DIE RECHTSETZUNG DER KOMMISSION

##### 1. Die Empfehlung 77/534/EWG der Kommission vom 25. Juli 1977 über europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen<sup>(74)</sup>

Die EG-Kommission hat seit langem die Auffassung vertreten, daß intensive Harmonisierungs- und Koordinierungsbemühungen unerlässlich sind, um ein wirksames und zuverlässiges Funktionieren der Wertpapiermärkte sicherzustellen.

Bei den Staaten der Gemeinschaft bestand jedoch 1977 wenig Bereitschaft, historisch gewachsene Strukturen und Traditionen zu opfern. In dieser Situation entschied sich die EG-Kommission für einen neuen Weg. Statt wie bisher die Harmonisierung mit Hilfe von Richtlinien voranzutreiben<sup>(75)</sup>, entwickelte sie aus dem Instrument der Empfehlung einen Wohlverhaltenskodex, dem die Funktion einer "Selbstbindung der im Wertpapiersektor tätigen Personen" zugeordnet war. Der Kodex verfolgt eine zweifache Zielsetzung: Zum einen die Förderung einer rechtlichen Regelung in Bezug auf die Organisation der Märkte, die Pflichten der berufsmäßig an ihnen beteiligten Wirtschaftssubjekte sowie den Schutz der Anleger - und zum anderen eine Annäherung der Gesetzgebung und der Usancen der Mitgliedstaaten.<sup>(76)</sup>

<sup>(74)</sup> Abl. Nr. L 212/36 vom 20.08.1977.

<sup>(75)</sup> Zu diesem Zeitpunkt hatte die Kommission dem Rat bereits verschiedene Vorschläge in Bezug auf die Wertpapiermärkte unterbreitet, nämlich:

- Die Vorschläge der Richtlinie zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung des Prospektes, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist. Abl. Nr. C 131/61 vom 13.12.1972.

- Die Vorschläge der Richtlinie zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse. Abl. Nr. C 56 vom 27.03.1976.

- Der Vorschlag der Richtlinie zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften für bestimmte Organismen und für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) vom 26.07.1976 Abl. Nr. C 171/1.

<sup>(76)</sup> Zu dieser Funktion der Empfehlung siehe: Soldatos, P./Vandersanden G., La Recommendation, Source Indirecte du Rapprochement des Législations Nationales dans le Cadre de la Communauté Economique Européenne, in: Les Instruments du Rapprochement des Législations dans la CEE, Brüssel, 1976, S.95.

### 1.1. Anwendungsbereich des Wohlverhaltenskodexes

Ratione materiae betrachtet der Kodex alle Effekten, da er keinerlei einschränkende Aufzählungen oder Definitionen enthält. Dessen ungeachtet schließen zahlreiche Regelungen des Kodexes seine Anwendung bei verschiedenen Wertpapieren aus. Ebenso ist sein Anwendungsbereich nicht nur auf den amtlichen Wertpapiermarkt beschränkt, sondern findet Eingang auch bei außerbörslichen Geschäften z. B. dem Telefonhandel. Hinsichtlich der Transaktionen bezieht sich der Kodex auf alle Geschäfte, die einen Einfluß auf den Markt ausüben können. Eine besondere Bedeutung erhält der Index allerdings bei den öffentlichen Emissionen.

Ratione personae ist der Anwendungsbereich des Kodexes weiter gefaßt, denn seine Verpflichtungen gelten sowohl für alle diejenigen, die Geschäfte am Markt tätigen, als auch für diejenigen, die ihn merklich beeinflussen können. Betroffen davon sind die Gruppen mit Aufsichtsfunktionen im Wertpapierhandel (z. B. Vorstandsmitglieder der Emittenten, Journalisten oder Privatpersonen). Drei Personengruppen sind für den Markt von besonderer Bedeutung: Die Finanzvermittler, von denen die Einhaltung des Kodexes in großem Maße abhängt, die Vorstandsmitglieder der Gesellschaften und die Aktionäre, die an der Gesellschaft wesentlich beteiligt sind.

### 1.2. Struktur des Wohlverhaltenskodexes

Der Kodex umfaßt ähnlich wie vorangegangene Kodici (z. B. der britische "City Code on take-overs and merger")<sup>(77)</sup> zwei Teile: Der erste Teil enthält eine Aufzählung von allgemeinen Grundsätzen und im zweiten Teil werden diese durch detaillierte Regelungen sowie durch geeignete technische Mittel konkretisiert. Dieser Aufbau findet seine Berechtigung aus verschiedenen Gründen. Er ermöglicht einerseits eine flexiblere Betrachtung der komplexen und sich ändernden Realitäten, ohne daß es nötig wäre, zahlreiche

<sup>(77)</sup> Zum Aufbau des City Codes siehe: Palmer's Company Law von Schmitthof Cliveland M., Kay, M. und Morse G.K., 1976 S. 861 ff.

Regelungen für entsprechende Situationen zu erarbeiten. Insbesondere kommt durch diesen Aufbau bereits zum Ausdruck, daß der Kodex den Grundsätzen Vorrang vor den Bestimmungen gibt. Dies geschieht zum einen dadurch, daß diese Bestimmungen gemäß der Auslegung der Grundsätze anzuwenden sind, und zum anderen dadurch, daß das Nichtvorhandensein einer Bestimmung nicht ausreicht, um den Kodex nicht anzuwenden. Man muß sich daher an eine teleologische Auslegung halten, wonach der Geist eines Textes Vorrang vor seinem Inhalt hat.

Dieser Aufbau des Kodexes wird sowohl in der Darstellung der Gründe als auch in den Abschnitten 2 und 3 unterstrichen.

### 1.3. Inhalt des Wohlverhaltenskodexes

Der Wohlverhaltenskodex besteht aus sechs allgemeinen Grundsätzen und achtzehn ergänzenden Einzelregeln, deren Anwendung in der Praxis konkretisiert wird.

Der erste allgemeine Grundsatz stellt die Auslegung der Wohlverhaltensregeln dar: "Es wird darauf hingewiesen, daß bei allen Geschäften auf den Wertpapiermärkten die Regeln und Usancen zu beachten sind, die in den einzelnen Mitgliedstaaten für das ordnungsgemäße Funktionieren der Märkte gelten und durch die Grundsätze dieser europäischen Wohlverhaltensregeln ergänzt oder verstärkt werden."

Dieser Grundsatz soll die notwendigen Voraussetzungen für ein optimales Zusammentreffen der Nachfrage und des Angebots an Kapital schaffen und damit die Interessen der Anleger sicherstellen. Die übrigen Grundsätze sind daher diesem ersten untergeordnet.

Der zweite Grundsatz legt die Merkmale fest, die die Informationen an den Anleger im Hinblick auf die Schaffung eines transparenten Marktes aufweisen müssen. So sollen die Informationen korrekt, verständlich und wahrheitsgetreu sein, auch wenn in dem Grundsatz nicht genau festgelegt wird, welche Wirtschaftssubjekte direkt von der Verpflichtung betroffen sind, die Anleger in der vorgeschriebenen Weise zu informieren.

Der dritte Grundsatz bezieht sich auf die Glaubwürdigkeit des Marktes und bestimmt, daß bei allen Effektengeschäften das Prinzip der Gleichbehandlung und der Chancengleichheit eingehalten werden muß.

Der vierte Grundsatz legt den Aufsichtsratsmitgliedern der an der Börse zugelassenen Gesellschaften besondere, nicht eindeutig bestimmte Pflichten auf, die den fairen Wettbewerb am Markt ermöglichen sollen. Selbstverständlich bezieht sich die hier betrachtete Verpflichtung auf die der Information der Aktionäre.

Der fünfte Grundsatz beinhaltet die Verpflichtung aller Marktteilnehmer, die Gemeininteressen zu beachten, selbst wenn dies in einigen Fällen zum Verzicht auf bestimmte finanzielle Vorteile führen sollte.

Schließlich fordert der sechste Grundsatz, daß Situationen vermieden werden müssen, die zu Interessenkonflikten zwischen den Finanzvermittlern und deren Kunden oder anderen Personengruppen führen könnten.

Die achtzehn Einzelregeln sollen dazu beitragen, die vorangestellten allgemeinen Grundsätze zu präzisieren und zu veranschaulichen. Sie legen daher folgende Prinzipien fest:

Die berufsständischen Regeln und die geltenden Rechtsvorschriften sollen eingehalten werden. Die Auftraggeber dürfen auf die Vermittler keinen Druck hinsichtlich regelwidriger Transaktionen ausüben. Die Wertpapierhändler sollen auf die Provisionserhebung bei wiederholten Käufen und Verkäufen verzichten. Die Händler sollen sich dazu verpflichten, die Aufträge möglichst an einem geregelten Markt auszuführen und nicht als Kontrahenten ihrer Kunden aufzutreten. Alle Versuche, Kursbewegungen künstlich zu beeinflussen, sind zu unterlassen. Insider-Informationen dürfen nicht ausgenutzt werden. Emissionsprospekte und Zwischenberichte sollen im Einklang mit den zur Zeit geltenden Börsenrichtlinienvorschlägen stehen. In bezug auf die Information der Anleger müssen die Prinzipien der Gleichbehandlung und der Chancengleichheit eingehalten werden. Eine besondere Bedeutung wurde der Informationspflicht der Gesellschaft gegenüber dem Publikum und den Aufsichtsbehörden in Fällen des Erwerbs und der Veräußerung von

Informationspflicht der Gesellschaft gegenüber dem Publikum und den Aufsichtsbehörden in Fällen des Erwerbs und der Veräußerung von Kontrollbeteiligungen beigemessen. Der Wohlverhaltenskodex legt somit einen besonderen Wert auf die Information der Anleger und zielt damit auf die Entwicklung eines transparenten Börsenmarktes ab, wie vorangegangene Berichte bereits erläuterten.<sup>(78)</sup> Ferner schließt der Kodex die Börsengeschäfte aus, die auf die Kontrolle einer Gesellschaft abzielen. Er läßt hingegen öffentliche Kaufangebote zu.<sup>(79)</sup>

#### 1.4. Anwendung und Kontrolle des Wohlverhaltenskodexes

Da der Kodex die Rechtsnatur einer Empfehlung besitzt, sieht die Kommission in jedem Mitgliedstaat zumindest einen öffentlichen oder privaten Organismus vor, der auf nationaler Ebene ernannt werden soll und dessen Funktion darin liegt, die Anwendung des Kodexes zu kontrollieren. Ebenso plant sie die Einrichtung eines mit Kontrollaufgaben betrauten Verbindungskomitees, in dem alle nationalen Organismen vertreten sind, um dadurch eine bessere Einhaltung des Kodexes zu ermöglichen und die Arbeit der Kommission bei dessen Aktualisierung zu erleichtern.

---

<sup>(78)</sup> Siehe hierzu: Segré-Bericht, Kap. B, Abschnitt II, S. 237 ff. "Das Publikum besser über die Anlagemöglichkeiten zu unterrichten und es mit den Börsenmechanismen vertraut zu machen, ist für die Funktionsfähigkeit der einzelstaatlichen Wertpapiermärkte von entscheidender Bedeutung."

<sup>(79)</sup> Für eine detaillierte Analyse siehe: Lempereur, Claude, Vers un Code Européen de Bonne Conduite pour les Transactions sur Valeurs mobilière, Rev. de la Banque, 1977; Ders., Des règles européennes de bonne conduite sur les transactions en valeurs mobilières, Banque 1977, S. 1218 ff.; ebenso Cuaderno Nr. 21 della Borsa Valori di Milano, CDAC. 1.979, S. 42.

### 1.5. Bedeutung und Tragweite des Wohlverhaltenskodexes

Von Bedeutung ist der Wohlverhaltenskodex für Wertpapiere deshalb, weil er die erste Rechtsvorschrift zur Regelung des Wertpapiermarktes auf EG-Ebene darstellt, da die vorher erarbeiteten Richtlinienvorschläge erst zu späteren Zeitpunkten<sup>(80)</sup> ihre endgültige rechtliche Bestimmung erhielten.

Der Kodex stellt zweifelsohne einen bedeutenden Schritt in Richtung auf eine einheitliche Behandlung der Mitgliedstaaten in bezug auf folgende Punkte dar: Die Organisation des Wertpapiermarktes, die Information der Anleger, den Schutz der Kleinaktiönäre, die mißbräuchliche Ausnutzung von Insider-Informationen und bestimmte Pflichten der Finanzvermittler.

Einer rechtlichen Regelung auf EG-Ebene bedarf es aber zusätzlich in der Steuergesetzgebung, bei den Wechselkursrisiken oder auch bei der Regelung der Kosten im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr.

Der Kodex sieht keinerlei Maßnahmen vor, die im Falle der Verletzung seiner Vorschriften zu ergreifen wären und ist damit von der wohlwollenden Anwendung der einzelnen Mitgliedstaaten abhängig.

Zum Abschluß sei noch darauf hingewiesen, daß der Wohlverhaltenskodex in der Praxis durch die nachfolgende Gesetzgebungsarbeit in der Kommission in den meisten Punkten der Empfehlung nicht mehr aktuell ist.

---

<sup>(80)</sup> Siehe a.a.O. (Anm. 61).

## 2. Richtlinie des Rates (79/279/EWG) vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse<sup>(81)</sup>

### 2.1. Ursprünge und Zielsetzungen

Die Zulassungsrichtlinie, die am 5. März 1979 vom Ministerrat verabschiedet wurde, weist eine lange Vorgeschichte auf, die bereits im November 1966 mit dem Segré-Bericht über "Die Entwicklung eines Kapitalmarktes" ihren Anfang nahm. In dem Kapitel "Die Integration der Wertpapierbörsen" befürwortet der Bericht eine größere Integration dieser Märkte durch die Mehrfachnotierung, das heißt durch die Zulassung ein und desselben Wertes zur amtlichen Notierung an verschiedenen Börsen der Gemeinschaft. Daher sollte die Mehrfachnotierung zum einen durch die Harmonisierung der Gesetze vorangetrieben werden und zum anderen durch die Abschaffung der sich eventuell nachteilig auswirkenden Bestimmungen, die an den unterschiedlichen Börsenplätzen bei der Zulassung zur amtlichen Notierung gelten müssen.

In diesem Rahmen stellt die Richtlinie einen ersten Schritt dar, da sie die Mindestvoraussetzungen für die Zulassung harmonisiert, auch wenn dies nicht die Vereinheitlichung der Bedingungen für den Zugang zu den verschiedenen Effektenmärkten bedeutet.

Der erste Entwurf der Richtlinie wurde 1969 von einer EWG-Arbeitsgruppe zum Thema "Information über Wertpapiere" erstellt. Im Oktober 1972 erarbeitete die Europäische Vereinigung der Finanzexperten einen weiteren Entwurf<sup>(82)</sup>, der jedoch erst 1976 als Vorschlag<sup>(83)</sup> betrachtet wurde, um dann schließlich im März 1979 als endgültige Richtlinie vom Ministerrat angenommen zu werden.

Die Richtlinie verfolgt gemäß der Präambel drei Ziele:

<sup>(81)</sup> Abl. Nr. L 66/21 vom 16. März 1979.

<sup>(82)</sup> Vgl. Sarmet, Marcel, Le prospectus européen d'admission en bourse, Rev. de la banque 1978, S. 65 ff.

<sup>(83)</sup> Siehe Abl. Nr. C 56 vom 27.03.1976.

An erster Stelle beabsichtigt sie, den Anlegern durch eine minimale Harmonisierung der an die Wertpapiere für deren Börsenzulassung geknüpften Bedingungen gleichwertige Garantien zu bieten. An zweiter Stelle will sie die Mehrfachnotierung fördern und schließlich auf die Integration der Effektenmärkte im Bereich der Gemeinschaft hinarbeiten.<sup>(84)</sup>

Auf diese Weise beansprucht sie nicht, die Integration der Wertpapiermärkte an sich zu erreichen, sondern beschränkt sich lediglich auf die Festsetzung von Bedingungen, die die Entwicklung einer zukünftigen Integration begünstigen.

## 2.2. Rechtsgrundlage der Zulassungsrichtlinie

Rechtsgrundlage ist gemäß der Präambel der Richtlinie Artikel 54.3 g des Vertrages zur Gründung der EWG. Er ermächtigt die Gemeinschaft, diejenigen Bestimmungen zu koordinieren, die sich auf den Schutz der Interessen der in Artikel 58 bezeichneten Gesellschaften oder ihrer Anteilseigner beziehen. Im Bereich der Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung trägt die Festlegung einiger Mindestbedingungen für die Zulassung zum Schutz der Anleger bei.

Zusätzlich stützt sich die Richtlinie auch auf Artikel 100, demzufolge den Organen der Gemeinschaft allgemeine Harmonisierungsbefugnisse übertragen werden. Gemäß der Präambel muß sich die Richtlinie notwendigerweise auf diesen Artikel gründen, da sich ihr Inhalt nicht nur auf die Anteilspapiere von Gesellschaften bezieht, sondern auch auf die von den Mitgliedstaaten oder von bedeutenden öffentlich-rechtlichen Organismen emittierten Schuldverschreibungen.

Erstaunlicherweise enthält die Präambel jedoch keinerlei Hinweise auf Artikel 67 ff des EWG-Vertrages, die sich mit der Kapital-

---

<sup>(84)</sup> In diesem Sinne äußert sich die Präambel: Die Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung zur amtlichen Notierung "wird eine weitgehende Durchdringung der einzelstaatlichen Wertpapiermärkte ermöglichen und sich somit in den Rahmen der Bestrebungen zur Schaffung eines europäischen Kapitalmarktes einfügen."



verkehrsfreiheit befassen. Der Grund hiefür konnte darin liegen, daß die Verfasser der Richtlinie zumindest implizit beabsichtigen, die Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit nicht unter den Anwendungsbereich der Richtlinie fallen zu lassen. Wenn man dies berücksichtigt, könnte man sehr wohl die These vertreten, daß die Richtlinie nicht auf nationale Bestimmungen anwendbar ist, die den freien Kapitalverkehr beschränken. Somit verankert sie lediglich die Bedingungen für die Zulassung zur amtlichen Notierung, wie aus dem Anhang hervorgeht, wobei sie währungs- und wechsellkurspolitische Bestimmungen unberücksichtigt läßt.<sup>(85)</sup> Andererseits ist die Rechtslehre der Meinung, daß Art. 100 eine ausreichende Grundlage bietet, um die technischen Maßnahmen der Artikel 67 ff einzuschließen.<sup>(86)</sup>

### 2.3. Anwendungsbereich der Zulassungsrichtlinie

Die Richtlinie bezieht sich auf Wertpapiere, "die an einer in einem Mitgliedstaat ansässigen oder tätigen Wertpapierbörse zur amtlichen Notierung zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung zur amtlichen Notierung gestellt worden ist" (Art. 11). Eine Definition des Begriffs "Wertpapier" enthält die Richtlinie nicht.<sup>(87)</sup>

---

<sup>(85)</sup> Die Zulassung zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse war in dem Vorschlag der dritten RL zur Durchführung von Art. 67 ausdrücklich enthalten.

<sup>(86)</sup> Seidel, Martin, Escape Clauses in European Community Law, CMLR 1978, S. 293, ist der Meinung, daß nur Art. 100 eine angemessene Rechtsgrundlage für die Harmonisierungsmaßnahmen im Bereich der Kapitalbewegungen darstellen kann.

<sup>(87)</sup> Die Definition des Begriffes "Effekten", die der Wohlverhaltenskodex gibt, ist keineswegs präzise genug, um für die Zwecke der Richtlinie 79/279/EWG hinzureichen. "Danach sind Effekten Wertpapiere, die an einem organisierten Markt gehandelt werden oder gehandelt werden können": Vgl. Abl. C Nr. 2/2 vom 20.08.1977.

### 2.3.1. Zum Begriff des Wertpapiers

Das wichtigste gemeinsame Merkmal der zum Handel an der Börse zugelassenen Wertpapiere, und damit der Effekten, besteht darin, daß sie in einer großen Zahl von finanziell und gelegentlich auch rechtlich austauschbaren Einheiten begeben werden (Fungibilität der Wertpapiere).<sup>(88)</sup> Es handelt sich hierbei um ein grundlegendes Merkmal dieser Papiere, da es die Bildung eines konstanten und transparenten Preises ermöglicht, den man als Börsenpreis bezeichnet.

Die Richtlinie trifft keine materielle Unterscheidung der Effekten nach Inhaber-, Namens- oder Orderpapieren. Dennoch scheint es wichtig zu sein, daß lediglich die Werte zur amtlichen Notierung zugelassen werden können, auf die die Regel der Uneinwendbarkeit der Einreden Anwendung finden. Nach dieser Regelung können die Einreden, die auf den Zedenten eines Wertpapiers zurückfallen, auf keinen Fall gegen den Zessionär geltend gemacht werden. Diejenigen Wertpapiere, die nicht unter die Regelung fallen, wonach im Anschluß an jedes Börsengeschäft eine neue unabhängige Rechtsbeziehung entsteht, scheinen von daher nicht zum Handel an der Börse geeignet zu sein, sondern ausschließlich für rein private Geschäfte.<sup>(89)</sup>

Ebensowenig unterscheidet die Richtlinie zwischen Effekten, die von öffentlich-rechtlichen Körperschaften oder von privaten Emittenten begeben werden, sondern beschränkt sich darauf, die staatlichen Schuldverschreibungen von der Zulassung und den daran geknüpften Bedingungen auszunehmen.<sup>(90)</sup> Diese Möglichkeit der Freistellung gilt jedoch nur für die Effekten, die von öffentlichen Gebietskörperschaften begeben werden. Demnach fallen nicht unter diese Ausnahmeregelung die dezentralisierten Verwaltungseinheiten, spezielle öffentliche Einrichtungen und verstaatlichte

---

<sup>(88)</sup> Für eine detaillierte Analyse dieses Themas vgl. Schmidt, Hartmut, a.a.O. (Anm. 66).

<sup>(89)</sup> Wymeersch, Eddy, La Directive sur les Conditions d'Admission en Bourse, Rev. de Banque 1980, S. 13.

<sup>(90)</sup> Vgl. Art. 1.2. Art. 8 enthält einige Sonderregelungen zugunsten der Emissionen bestimmter öffentlich-rechtlicher Körperschaften.

Unternehmen oder solche, die in Zusammenarbeit mit dem Staat verwaltet werden.

Die Richtlinie enthält eine Sonderregelung für zwei Arten von Wertpapieren. Zum einen handelt es sich hierbei um Anteilscheine, die von Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren eines anderen als des "closed-end"-Types begeben werden, und die die Mitgliedstaaten von der Anwendung der Richtlinie ausnehmen können (Art. 1.2). Diese Werte werden durch die Richtlinie 85/611/EWG geregelt.<sup>(91)</sup> Die Anteile der Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren des "closed-end"-Types werden an der Börse nach denselben Merkmalen gehandelt wie die Aktien eines Industrie- oder Handelsunternehmens.

Zum anderen trifft die Richtlinie eine Sonderregelung für Zertifikate, die Aktien vertreten, da sie besondere Merkmale aufweisen und lediglich dann zum Handel an der Börse zugelassen werden können, wenn ihre Emittenten die Zulassungsbedingungen erfüllen (Art. 4.3) und wenn die zuständigen Stellen befinden, daß ausreichende Garantien für den Anlegerschutz gegeben sind (Art. 16).

Schließlich unterscheidet die Richtlinie nicht zwischen Emissionen, die in einem Mitgliedstaat oder in Drittländern begeben werden.<sup>(91)</sup>

### 2.3.2. Zum Begriff der Wertpapierbörse

Mangels eigener Definition des Begriffs der Wertpapierbörse muß man zu diesem Zweck die nationalen Rechtsvorschriften heranziehen. Die Spanische Verordnung über die Handelsbörsen bezeichnet Wertpapierbörsen als Institutionen wirtschaftlicher Art, deren Ziel der öffentliche Abschluß von Handelsverträgen ist. Sie sind in Form einer Kammer organisiert und für die rechtliche und wirtschaftliche Sicherheit sowie für die öffentliche Bekanntgabe der Preise verantwortlich.<sup>(92)</sup> Der Begriff kann daher nicht auf

<sup>(91)</sup> Siehe Art. 6 und Schema A (1) (7).

<sup>(92)</sup> Art. 1.1 der Ordnung der spanischen Handelsbörsen, Decreto 1506/1967 vom 30.06.1967.

Rechtsgeschäfte erstreckt werden, die per Telefon oder über andere Kommunikationsmittel abgewickelt werden, selbst wenn das Telekommunikationssystem klar lokalisiert werden kann. Die mögliche Interpretation des Begriffes in diesem weiteren Sinne würde jedoch die Aufnahme des zweifachen Kriteriums in der Richtlinie rechtfertigen, die von einer "in einem Mitgliedstaat ansässigen oder tätigen Wertpapierbörse" spricht.<sup>(93)</sup>

Der Wirtschafts- und Sozialausschuß der EG bekräftigte in seiner Stellungnahme, daß die Richtlinie nur auf die Wertpapiere Anwendung findet, die zur amtlichen Notierung an einer gesetzlich geregelten offiziellen Wertpapierbörse zugelassen sind. Die außerbörslichen Märkte bleiben daher von den Bestimmungen der Richtlinie ausgenommen.<sup>(94)</sup> Dies impliziert des weiteren, daß das Vorhandensein eines offiziellen Zulassungsverfahrens nicht als Kriterium zur Unterscheidung zwischen außerbörslichen Märkten und Börsenmärkten herangezogen werden kann.<sup>(95)</sup>

### 2.3.3. Zum Begriff der Zulassung zur amtlichen Notierung

Ebensowenig wie die Definition der Wertpapierbörsen enthält die Zulassungsrichtlinie die Kriterien, die ein Wertpapier zu erfüllen hat, um zur amtlichen Notierung zugelassen werden zu können. Dieser Frage kommt heutzutage eine außerordentlich große Bedeutung zu, da der Markt in verschiedene Teilmärkte gegliedert ist, die zwar gesetzlich geregelt sind, jedoch nicht zum amtlichen Handel

---

<sup>(93)</sup> Vgl. auch Cooper and Cridlan, Law and Procedure of the Stock Exchange, 1971, S. 6 ff und Wymeersch, Eddy, a.a.O. (Anm.89), S. 15.

<sup>(94)</sup> Gutachten des Wirtschafts- und Sozialausschusses, Abl. Nr. C 212 vom 30.08.1976. Das Gutachten befaßt sich mit der Struktur und Terminologie des deutschen Marktes.

<sup>(95)</sup> In Italien und mit einigen Ausnahmen auch in der Bundesrepublik Deutschland bedarf es für die Zulassung der Wertpapiere zur Notierung an eigenen außerbörslichen Märkten einer formalen Entscheidung, die sich nur wenig von der Entscheidung für die Zulassung zur amtlichen Notierung unterscheidet. Hinsichtlich Italien siehe: Mercato ristretto L. 23, Februar 1977, Nr. 49 Gazz. Uff., 03.03.1977 und Deliberation de la CONSOB 24.06.1977, Nr. 233 Gazz. Uff. 30.06.1977 über den Inhalt des Prospekts im Falle der Zulassung zur amtlichen Notierung.

gehören.<sup>(96)</sup> Aus diesem Grunde bedarf es eines Unterscheidungsmerkmals, welches den amtlichen Handel hervorhebt. Man könnte dabei inhaltlich vorgehen und als Merkmal dieses Marktes die strengen Zulassungsbedingungen und das daraus resultierende Höchstmaß an Garantien festhalten oder aber die größere Zuverlässigkeit bei der Preisbildung berücksichtigen.

Als formales Kriterium käme in Betracht, daß im Bereich des amtlichen Handels eine bestimmte Instanz eine ausdrückliche Entscheidung bezüglich der Zulassungsbedingungen trifft. Nach diesem formalen Gesichtspunkt ist die Zulassung zur amtlichen Notierung in jedem Mitgliedstaat klar definiert.

## 2.4. Inhalt der Zulassungsrichtlinie

### 2.4.1. Einleitung

Der Inhalt der Zulassungsrichtlinie ist in sechs Abschnitte und vier Schemata A, B, C, und D, die ihr als ihr als Anhänge beige-fügt sind, gegliedert.

Die ersten drei Abschnitte behandeln im großen und ganzen die Pflichten

- (1) der Mitgliedstaaten,
- (2) der Gesellschaften, deren Aktien bzw. Schuldverschreibungen Gegenstand eines Antrages auf Zulassung zur amtlichen Notierung sind oder deren Aktien bzw. Schuldverschreibungen zur amtlichen Notierung zugelassen sind,
- (3) der für die Zulassung zuständigen Stellen.

Durch die Inpflichtnahme dieser drei Gruppen soll gewährleistet werden, daß die Zulassung zur amtlichen Notierung an der Börse eines jeden Mitgliedstaates nach denselben Mindestvorschriften erfolgt (Art. 5.1). Die Anhänge enthalten ihrerseits diese Mindestbedingungen für die Zulassung, und zwar in Form einer Art Börsensatzung, die für die Unternehmen, die einen Antrag auf Zulassung eingereicht haben, gelten.

---

<sup>(96)</sup> Vgl. Canseco, Jose Emilio, El fenómeno bolsa, S. 44 ff.

#### 2.4.2. Allgemeine, an die Mitgliedstaaten gerichtete Bestimmungen

Der erste Abschnitt nennt mit Ausnahme des Artikels 4 die Pflichten der Mitgliedstaaten. Sie lassen sich ihrem Wesen nach differenzieren in:

(1) Eine Hauptpflicht, wonach die Mitgliedstaaten die Richtlinie in innerstaatliches Recht umsetzen und den Emittenten im Falle einer Erstzulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung bestimmte Mindestvoraussetzungen auferlegen müssen. Auf die gleiche Weise sind von den Staaten ständige Überwachungspflichten einzuführen, die auf die Emittenten, deren Wertpapiere bereits zur amtlichen Notierung zugelassen werden, Anwendung finden (Art. 3).

(2) Eine zusätzliche Pflicht, die auf dreifache Weise die Voraussetzung für Objektivität schaffen soll. Danach gelten für die Mitgliedstaaten folgende Bestimmungen:

a) Sie dürfen keine zusätzlichen oder strengeren Bedingungen einführen, wenn diese nicht vor den Anträgen auf Zulassung der Wertpapiere veröffentlicht worden sind.<sup>(97)</sup>

b) Ausnahmen dürfen nur unter speziell und objektiv definierten Umständen gewährt werden und müssen für alle analogen Fälle gleichermaßen gelten. Dies schafft die Voraussetzung für die Gleichstellung der Emittenten (Art. 7).

Artikel 10 der Richtlinie führt explizit eine Abweichung zu diesem Grundsatz ein, indem er die zuständigen Stellen dazu ermächtigt, den Antrag auf Zulassung an besondere Auflagen zu knüpfen, wenn diese den Anlegerschutz zum Ziel haben.

In bezug auf Zertifikate, die Aktien vertreten, muß die mit der Zulassung beauftragte Stelle überprüfen, ob der Emittent ausreichende Garantien für den Anlegerschutz bietet (Art. 16).

Die Mitgliedstaaten dürfen die Zulassung zur amtlichen Notierung nicht mit der Begründung verweigern, die Wertpapiere seien bereits

<sup>(97)</sup> Vgl. Art. 5.1, 5.2 und 3.1.

zur amtlichen Notierung an einer anderen Wertpapierbörse zugelassen worden (Art. 6). Das Verbot betrifft jedoch lediglich die Wertpapiere, die von Gesellschaften oder juristischen Personen aus anderen Mitgliedstaaten emittiert werden. Hinsichtlich der Gesellschaften, deren Sitz sich in einem Mitgliedstaat befindet, in dem ihre Wertpapiere nicht amtlich notiert werden, sieht die Richtlinie eine Zulassung zur amtlichen Notierung dann vor, wenn die zuständigen Stellen bestätigen, daß die Werte nicht auf Grund des Anlegerschutzes nicht im Herkunftsland notiert werden (Anhang A II 7). Im Hinblick auf Artikel 4 und 5.2 sowie Artikel 8 ist die Ansicht gerechtfertigt, daß es sich bei dieser Richtlinie um eine Minimalregelung handelt. Sie verankert nämlich lediglich Mindestvoraussetzungen, die in Übereinstimmung mit Artikel 4 in den Anhängen behandelt werden, und die die Bedingungen für die Zulassung der jeweiligen Effekten zur amtlichen Notierung an den Wertpapierbörsen und die Pflichten der Emittenten, deren Effekten zur amtlichen Notierung zugelassen sind, enthalten.

#### **2.4.3. Bestimmungen, die die Entscheidung der zuständigen Stellen betreffen**

Diese Regelungen sehen die Notwendigkeit der Intervention dieser Stellen vor und behandeln des weiteren das Wesen der Intervention, die Zuständigkeiten dieser Stellen, die Verfahrensregeln und die Bestimmungen bezüglich der Aussetzung oder der Einstellung der amtlichen Notierung von Wertpapieren. Auch in diesem Bereich beschränkt sich die Richtlinie darauf, einige Mindestanforderungen aufzustellen.

Hinsichtlich der Notwendigkeit der Intervention der Zulassungsstellen verankert die Richtlinie lediglich, daß die Wertpapiere nur durch die Entscheidung einer Instanz zur amtlichen Notierung zugelassen werden können, die durch die Gesetzgebung des jeweiligen Staates hierfür für zuständig erklärt wird. Es gibt jedoch auch Fälle, in denen bestimmte Wertpapiere automatisch zur amtlichen Notierung zugelassen sind, wenn sie alle in der Rechtsvorschrift verankerten Voraussetzungen erfüllen, ohne daß eine for-

melle Entscheidung über die Zulassung erforderlich ist. Ob die Werte anhand einer amtlichen Entscheidung oder durch Gesetz mit allen Rechtsfolgen zugelassen werden müssen, liegt im freien Ermessen der nationalen Behörden. Die Richtlinie enthält jedoch einige Hinweise auf die Zulassung mit allen Rechtsfolgen.<sup>(98)</sup>

Schema C gewährt die Möglichkeit der automatischen Zulassung im Hinblick auf diejenigen Staatspapiere, die durch das Gesetz oder aufgrund einer Verordnung des Finanzministeriums zur amtlichen Notierung zugelassen werden können, wobei im allgemeinen jedoch keine Intervention der für die Zulassung zuständigen Stellen erforderlich ist.<sup>(99)</sup>

Bezüglich des Wesens der Intervention der zuständigen Stellen bei der Zulassung von Wertpapieren geht aus der Richtlinie nicht ausdrücklich hervor, ob die Mitgliedstaaten dazu verpflichtet sind, den zuständigen Behörden Kontrollbefugnisse zu erteilen.

Art. 9.1 läßt wohl auf eine bejahende Antwort auf diese Frage schließen, denn er ermächtigt die Mitgliedstaaten dazu, den Zulassungsstellen Entscheidungskompetenzen zu erteilen, insbesondere, wenn es darum geht, die Einhaltung der Zulassungsvorschriften zu gewährleisten (Art. 3.1). Aus diesem Grunde ist der Schluß gerechtfertigt, daß die Mitgliedstaaten dazu verpflichtet sind, ein Kontrollsystem zu errichten, nachdem sie sich dafür ausgesprochen haben, die Zulassung zur amtlichen Notierung von der Entscheidung einer speziell dazu bestimmten Instanz abhängig zu

<sup>(98)</sup> Diese Zulassung mit allen Rechtsfolgen ist häufig bei den von öffentlichen Behörden emittierten Schuldverschreibungen der Fall.

<sup>(99)</sup> Vgl. in Belgien: Art. 105 HGB,  
in Frankreich: Art. 12.2 Nr. 290 vom 14.02.1942,  
in Luxemburg: Art. 11 des Decreto des Großherzogs vom 22.03.1928,  
in der Bundesrepublik: § 39 des BörsenG.,  
in Italien: Art. 8.7 des Präsidialdekrets Nr. 138 vom 31.03.1975,  
in den Niederlanden: Art. 3 des BörsenG von 1914 und Art. 23 der Verordnung der Amsterdamer Börse über die Zulassung von Wertpapieren (Fondsreglement),  
in Großbritannien: Theoretisch ist eine Entscheidung über die Zulassung und die Veröffentlichung eines Prospektes erforderlich. Jedoch bei den von den nationalen Behörden emittierten Schuldverschreibungen handelt es sich hierbei lediglich um eine reine Formalität, vgl. dazu Wymeersch, Eddy, a.a.O. (Anm.25), S.32,  
in Spanien: Art. 23/24 der Verordnung über die Handelsbörsen. Art. 23 wurde durch das Dekret 15361/1981 vom 13.06.1981 geändert.



machen.<sup>(100)</sup>

Die wichtigste Kontrollaufgabe der zuständigen Stellen besteht darin, die Einhaltung der Vorschriften im Zusammenhang mit der Zulassung sicherzustellen. Die Kontrolle ist im wesentlichen eine Negativkontrolle und besteht in der Pflicht der Instanzen, diejenigen Anträge abzulehnen, die den Interessen der Anleger widersprechen. Sie zielt jedoch nicht darauf ab, die an der Börse zugelassenen Papiere qualitativ höher zu bewerten.<sup>(101)</sup> Diesbezüglich besitzen die Anleger das Recht, daß die Mindestvorschriften für die Zulassung eingehalten werden und daß die zuständigen Stellen die Anträge, die keine ausreichende Garantien bieten, zurückweisen. Andernfalls können die betreffenden Stellen zur Verantwortung gezogen werden.<sup>(102)</sup>

Die Richtlinie sieht eine Sonderregelung für Zertifikate vor, die Aktien vertreten. Nach Artikel 16 sind die zuständigen Stellen dazu verpflichtet zu überprüfen, "ob der Emittent der Zertifikate ausreichende Garantien für den Anlegerschutz bietet". Die zuständigen Instanzen tragen die Verantwortung für die Kontrolle bei der Zulassung; es existiert jedoch keinerlei Kontrolle darüber, ob die Zulassungsvorschriften auch nach der Zulassung eingehalten werden.

Was diesen letzten Punkt betrifft, so verpflichtet Art. 3 die Mitgliedstaaten und Emittenten lediglich zur Einhaltung des Richtlinieninhalts, ohne daß die Staaten zu diesem Zweck ein Kontrollsystem einrichten müßten. Außerdem beschränkt sich Artikel 9.1 in diesem Zusammenhang auf folgende Bestimmung: "Die Mitgliedstaaten benennen die innerstaatlichen Stellen... und sorgen für die Anwendung der Richtlinie", ohne hinzuzufügen, daß

---

<sup>(100)</sup> Vgl. hierzu auch Art. 9.2.

<sup>(101)</sup> Zu dieser Auslegung der Kontrolle in der Bundesrepublik siehe Degner, Harald, Die Bedingungsrichtlinie des EG-Ministerrates, Die Bank 12/79, S. 610.

<sup>(102)</sup> Vom Grundsatz der Haftpflicht der zuständigen Stellen wegen mangelnder Kontrolle wurde in der Tat bereits in einigen Mitgliedstaaten Gebrauch gemacht. Vgl.: In Belgien: Kassationshof vom 09.10.1975, S.176, in Frankreich: Conseil d'Etat vom 24.01.1964, S. 697, in der Bundesrepublik: BGH vom 12.07.1979, S. 934.

diese Kontrollgewalt bei den zuständigen Stellen liegt.<sup>(103)</sup>

In Anbetracht der Tatsache, daß die Art der Ausübung dieser Kontrolle den Mitgliedstaaten freigestellt ist, können diese zwischen einem präventiven Kontrollsystem (z. B. durch die Genehmigung bestimmter Veröffentlichungen) und einem nachträglichen System wählen. Im zweiten Fall ist dann noch eine Entscheidung darüber zu treffen, ob die Kontrolle durch eine Verwaltungsbehörde (z. B. die COB in Frankreich) oder durch eine zivil- oder strafrechtliche Instanz ausgeübt werden soll.<sup>(104)</sup>

Hinsichtlich der Befugnisse und Mittel der zuständigen Stellen enthält die Richtlinie zum einen bestimmte Regeln, die die Zulassung oder die Ablehnung des Antrages auf Zulassung sowie den vorübergehenden oder endgültigen Ausschluß von Wertpapieren von der amtlichen Notierung betreffen und räumt zum anderen die Möglichkeit ein, daß die Mitgliedstaaten die Veröffentlichung bestimmter Informationen vorschreiben bzw. selbst vornehmen.

Durch die Pflicht zur Begründung der Ablehnung eines Zulassungsantrages erwächst dem so beschiedenen Emittenten die Möglichkeit, die Entscheidung anhand der gegebenen Begründung überprüfen zu lassen. Des weiteren sehen die Artikel der Richtlinie zwei Gründe für die Ablehnung eines Antrages vor: Zum einen, daß der Emittent den Pflichten der zur amtlichen Notierung zugelassenen Gesellschaft nicht nachkommt (Art. 11) und zum anderen, daß die Zulassung dem Interesse der Anleger entgegensteht (Art. 9.3 und 18 bzgl. der Zertifikate, die Aktien vertreten). Es ist den Mitgliedstaaten jedoch freigestellt, auf anderen Wegen einzugreifen, sofern sie die Voraussetzungen von Artikel 15 erfüllen.<sup>(105)</sup>

Schließlich verpflichtet die Richtlinie die Mitgliedstaaten dazu, die zuständigen Stellen mit Befugnissen und rechtlichen Möglichkeiten auszustatten, mit denen sie die Emittenten dazu zwingen können, sämtliche Auskünfte zu erteilen, die für einen

---

<sup>(103)</sup> Vgl. auch Art. 12 und 13, die den fakultativen Charakter dieser Intervention des Kontrollorgans betonen.

<sup>(104)</sup> Wymeersch, Eddy, a.a.O. (Anm. 89) S. 35.

<sup>(105)</sup> Hierzu sind die an die Mitgliedstaaten gerichteten Objektivitätspflichten gemeint, vgl. oben Kap. B. Abschnitt IV, 2.4.2., S. 64.

ordnungsgemäßen Ablauf des Marktes und für den Anlegerschutz erforderlich sind.

## 2.5. Der Umfang des Rechtes, das die Richtlinie in bezug auf die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung gewährt.

Aus den Artikeln des Abschnitts II der Richtlinie, der sich mit den für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung zuständigen Stellen befaßt, geht nicht hervor, ob die Zulassung im Ermessen dieser Instanzen liegt oder deren Pflicht ist. In den meisten Mitgliedstaaten bedarf es der Genehmigung der Finanzbehörden, insbesondere um den Markt für ausländische Emittenten zu öffnen.

In der Präambel der Richtlinie wird darauf hingewiesen, daß diese nicht beabsichtigt, die Ermessensbefugnis der für die Zulassung zuständigen Stellen einzuschränken. Diese Absicht erscheint jedoch nur in der Präambel, ohne später noch einmal aufgegriffen zu werden. Des weiteren können die Mitgliedstaaten zusätzliche Bedingungen für die Zulassung festlegen, auch wenn diese Freiheit zum einen durch den Grundsatz der Nicht-Diskriminierung und zum anderen durch die Auflage beschränkt wird, daß die betreffenden Bedingungen vor der Verweigerung der Zulassung zur amtlichen Notierung veröffentlicht werden müssen. So kann die Zulassung zur amtlichen Notierung offensichtlich nur bei Nichterfüllung der von der Richtlinie oder von den zuständigen Stellen erlassenen Vorschriften verweigert werden. Die Ablehnung des Antrages aus anderen Gründen würde einen Verstoß gegen Artikel 5.1 der Richtlinie bedeuten.<sup>(106)</sup>

<sup>(106)</sup> Art. 9.3, der diesen allgemeinen Grundsatz einräumt, muß wie jede Regelung, die ein Recht einschränkt, restriktiv interpretiert werden. Daher kann die Zulassung aus Gründen des Anlegerschutzes nicht mit der Begründung verweigert werden, daß die Wertpapiere, die Gegenstand des Antrages sind, aus der Sicht der Börse nicht interessant genug gestaltet sind. Das gleiche gilt für die besonderen Bestimmungen, die die Zulassungsstellen festlegen können. Vgl. auch Art. 10.

## 2.6. Das Sanktionssystem

Der Richtlinie zufolge liegen die Sanktionssysteme im freien Ermessen der Mitgliedstaaten. Daher spricht sie lediglich einige Empfehlungen aus. So legt Artikel 12 den Staaten nahe, eine Bestimmung zu erlassen, die die Kontrollorgane dazu ermächtigt, die Öffentlichkeit davon in Kenntnis zu setzen, daß ein Emittent den in der Richtlinie verankerten Pflichten nicht nachgekommen ist. Darüber hinaus ermächtigt Artikel 13 die Staaten zur Veröffentlichung der von ihnen für zweckdienlich erachteten Auskünfte in Fällen, in denen Emittenten sich weigern, dies selbst zu tun. Die Bestimmung der Zweckdienlichkeit der Auskünfte liegt im Ermessen der Kontrollinstanzen.

Im Zusammenhang mit der Aussetzung und Einstellung der Wertpapiere legt die Richtlinie keine verpflichtenden Regelungen fest (Art. 14), da sie davon ausgeht, daß ein Rechtsbehelf an sich bereits eine ausreichende Garantie bietet (Art. 15). Die Einstellung der amtlichen Notierung wird im wesentlichen mit dem ordnungsgemäßen Ablauf des Marktes begründet.

## 2.7. Verfahrensregeln für den Antrag auf Zulassung zur amtlichen Notierung (Artikel 15)

Der erste Absatz verpflichtet die Mitgliedstaaten dazu, dafür zu sorgen, daß gegen die Entscheidungen der zuständigen Stellen, durch die die Zulassung eines Wertpapiers zur amtlichen Notierung abgelehnt oder die Notierung eines Wertpapiers eingestellt wird, ein Rechtsmittel eingelegt werden kann, auf das die Richtlinie jedoch nicht näher eingeht. Sie stellt es den Mitgliedstaaten frei, zivil- oder verwaltungsrechtlich gegen solche Entscheidungen vorzugehen.

Gemäß Absatz 2 müssen die zuständigen Stellen den Antragsteller innerhalb von sechs Monaten nach Eingang des Antrages von ihrer Entscheidung in Kenntnis setzen.

Absatz 3 legt die verwaltungsrechtliche Methode des ablehnenden

Schweigens fest, wonach eine nicht fristgerechte Mitteilung als ablehnende Entscheidung gilt, gegen die jedoch ein Rechtsmittel gemäß Absatz 1 eingelegt werden kann.

## 2.8. Regeln bezüglich der Bekanntgabe von Informationen (Abschnitt III)

Im Zusammenhang mit den zu veröffentlichenden Informationen beschränkt sich die Richtlinie darauf, einige allgemeine Grundsätze aufzustellen, mit denen sich erst nachfolgende Richtlinien befassen.<sup>(107)</sup> Artikel 17 enthält Bestimmungen über die Art der Veröffentlichung der ständig bekanntzugebenden Informationen und sieht hierfür zwei Alternativen vor. Die Veröffentlichung durch Anzeigen in der Presse oder durch "andere von den zuständigen Stellen anerkannte gleichwertige Mittel", ohne daß die Richtlinie näher darauf eingeht, um welche Mittel es sich hierbei handeln soll. Es sind wohl solche gemeint, die im Hinblick auf den Anlegerschutz eine ausreichende Garantie für die Verbreitung der Auskünfte bieten.

Artikel 17.2 legt eine oder mehrere Amtssprachen des betreffenden Mitgliedstaates als Sprache der Veröffentlichung fest, sofern sie auf finanziellem Gebiet üblich sind.

Die Richtlinie verpflichtet nur dann zur Veröffentlichung von Auskünften, wenn es sich um gelegentliche, zusätzliche Informationen handelt, die sich auf bestimmte Rechte des Anlegers beziehen.<sup>(108)</sup>

---

(107) Vgl. unten Richtlinien des Rates 80/390/EWG und 82/121/EWG.

(108) Siehe Schema C (5).

## 2.9. Die Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedstaaten (Abschnitt IV)

Artikel 18 beschränkt sich darauf, die zuständigen Stellen aufzufordern, "für jede Art der für die Erfüllung ihrer Aufgaben notwendigen Zusammenarbeit" zu sorgen und "zu diesem Zweck alle erforderlichen Informationen" auszutauschen.<sup>(109)</sup> Diese Zusammenarbeit ist in der Richtlinie, mit Ausnahme von Artikel 18.3, lediglich auf Empfehlungen begrenzt.

Artikel 18.3 verpflichtet jeden Emittenten, der bereits einen ähnlichen Antrag in einem anderen Mitgliedstaat gestellt hat, die zuständigen Stellen des Mitgliedstaates, in dem der neue Antrag gestellt wird, hiervon zu unterrichten.

Die Richtlinie gewährt also in Fällen der Mehrfachnotierung an Börsen verschiedener Staaten nicht das Recht automatischer Zulassung. Die Aufnahme einer solchen Bestimmung wäre als Eingriff in den Entscheidungsbereich der nationalen Stellen aufgefaßt worden, was den Widerstand der auf ihrer Souveränität bestehenden Staaten hervorgerufen hätte.

Artikel 19 regelt das Berufsgeheimnis "für alle Personen, die bei den zuständigen Stellen tätig sind oder waren." Die Informationen, die die Mitgliedstaaten im Rahmen ihrer Kooperationspflicht austauschen, fallen ebenfalls unter dieses Berufsgeheimnis.

## 2.10. Der Kontaktausschuß

Diese Einrichtung, die bereits im Segré-Bericht<sup>(110)</sup> und im Wohlverhaltenskodex<sup>(111)</sup> vorgesehen war, ist lediglich ein Beratungsorgan. Es stellt somit eine Art institutionalisiertes Diskussionsforum dar, in dem die Kontrollstellen der Wertpapiermärkte insbesondere im Bereich der Anwendung, Anpassung und Verbesserung

<sup>(109)</sup> Diese Zusammenarbeit auf internationaler Ebene wurde bei früheren Anlässen sowohl auf europäischer (EFWB) als auch auf Weltebene (IFWB) bereits geplant.

<sup>(110)</sup> Segré-Bericht, vgl. Kapitel B, Abschnitt II.

<sup>(111)</sup> Siehe a.a.O. (Anm. 60).

der Richtlinie ihre Erfahrungen und Ideen austauschen können (siehe hierzu Art. 20.1).

Der Ausschuß ist nicht dazu berechtigt, über die Einhaltung der Richtlinie zu wachen. Dies ist nach Artikel 166.1 Aufgabe der Kommission, die im Zuwiderhandlungsfalle ein Vertragsverletzungsverfahren nach Artikel 169 einleiten kann.

Der Kontrollausschuß setzt sich aus von den Mitgliedstaaten bezeichneten Personen sowie Vertretern der Kommission zusammen.

3. Die Richtlinie des Rates 80/390/EWG vom 17. März 1980 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospektes, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist.

### 3.1. Ursprünge und Zielsetzungen

Diese Richtlinie ist als ein Teil der Bemühungen zu betrachten, innerhalb der EG die gesellschaftsrechtlichen Vorschriften zu harmonisieren und die einzelnen Kapitalmärkte zu integrieren, indem sie die den Gesellschaften auferlegten Informationspflichten bei der Börsenzulassung ihrer Wertpapiere für alle Mitgliedstaaten gleich ausgestaltet. Die Verpflichtung zur Informationsvermittlung wird den Gesellschaften, die öffentlich Wertpapiere begeben, im Interesse eines Selbstschutzes und insbesondere des Anleger-schutzes auferlegt.

Darüber hinaus zielt die Richtlinie auf die Erleichterung der Unternehmensfinanzierung und damit auf die Entwicklung der Kapitalmärkte ab, indem sie die Notierung an der Börse, und dabei insbesondere die Mehrfachnotierung, attraktiver gestaltet.

Die Entwicklungsgeschichte dieser Richtlinie weist eine zur Zulassungsrichtlinie parallel verlaufende Entwicklung auf. Die ersten Anregungen stammten aus dem Segré-Bericht<sup>(112)</sup> und später

---

<sup>(112)</sup> Segré-Bericht, vgl. Kapitel B, Abschnitt II.

von der 1968 ins Leben gerufenen Sachverständigengruppe<sup>(113)</sup>, die sich mit dem Thema "Information über Wertpapiere" befaßte. Die Gruppe erhielt den Auftrag, einheitliche Publizitätsvorschriften zu erarbeiten.<sup>(114)</sup>

Im September 1972 legte die EG-Kommission den Vorschlag zu dieser Richtlinie vor<sup>(116)</sup>, der auf den 1970 abgeschlossenen Beratungen und den daraus resultierenden Empfehlungen basierte. Im Laufe der Beratungen wurden wegen der Schwierigkeit, die Materie zu harmonisieren<sup>(116)</sup>, mehrmals geänderte Fassungen<sup>(117)</sup> der Richtlinie erstellt, bis am 17.04.1980 die endgültige Fassung aufgenommen wurde.

### 3.2. Die Rechtsgrundlagen der Prospektrichtlinie

Rechtsgrundlagen der vorliegenden Richtlinie sind wiederum, wie im Falle der Zulassungsrichtlinie, Artikel 54 Abs. 3g und Artikel 100.<sup>(118)</sup> Artikel 54 Absatz 3g bestimmt als Ziel den Schutz der Gesellschaften und der Anleger und bildet daher die allgemeine Rechtsgrundlage für die Harmonisierung des gesamten Gesellschaftsrechts.<sup>(119)</sup> Die Richtigkeit dieser Rechtsgrundlage ergibt sich

- 
- <sup>(113)</sup> Vgl. Kap. B, Abschnitt IV 2.1., siehe auch: Bremer, Heinz, Ein Europäisches Prospektschema, Die EG Nr. 6/1970, S. 169 f. Beyer/Fehling/Bock, Die deutsche Börsenreform und Kommentar zur BörsG-Novelle, S. 62.
- <sup>(114)</sup> Klages, Joachim, Die Rl der EG über den Börsenzulassungsprospekt, S.31.
- <sup>(115)</sup> Veröffentlicht im Bulletin der EG 8/72; als Beilage gleichfalls abgedruckt in: ABl. Nr. C 131/61 vom 13.12.1972.
- <sup>(116)</sup> Über die Beratungen zu der Richtlinie siehe: Buonomo, L'informazione societaria in una proposta di direttiva comunitaria, BBTC, 1/1975, S. 259; Schmitthoff, The European Prospectus, in: Recht und Wirtschaft in Geschichte und Gegenwart - FS Bürmann, München, 1975, S. 864 ff., Sukov, The European Prospectus, AJCL, 1975, S. 50 ff.
- <sup>(117)</sup> Über die Schwierigkeiten der Ausarbeitung der Richtlinie siehe: Sarmet, Marcel, Le prospectus européen...a.a.O. (Anm. 82) S. 64 ff.
- <sup>(118)</sup> Vgl. Präambel der Prospektrichtlinie.
- <sup>(119)</sup> Vgl. Beutler/Bieber/Pipkorn, Die Europäische Gemeinschaft: Rechtsordnung und Politik, 3. Auflage 1987, S. 326; Ferrarini, Guido, Le Direttive comunitarie in tema di mercato mobiliare, BBTC, 1/3/1983, S. 105 f. Troeberg, in: Groebn/Pipkorn, u. a., Kommentar zum EWG-Vertrag, Art. 54.3, 1. Bd., 1. Aufl., Baden-Baden 1974.



aus dem Hauptziel der Informationspflicht, die dem Anlegerschutz dient. Dennoch ist Artikel 100 als zusätzliche Rechtsgrundlage unerlässlich, wie bereits an anderer Stelle erwähnt<sup>(120)</sup>, da Artikel 54 Abs. 3g lediglich das Recht der in Artikel 58 Abs. 2 behandelten Gesellschaften harmonisieren kann.

Aus diesem Grunde bedarf die Koordinierung Schutzvorschriften für Emittenten mit anderer Rechtsform als derjenigen dieser Gesellschaften der Rechtsgrundlage des Artikel 100, der die Beseitigung störender Auswirkungen für die Errichtung und das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes durch die Rechtsangleichung gestattet.<sup>(121)</sup> Soweit unterschiedliche Informationsvorschriften der Errichtung eines gemeinsamen Marktes entgegenstehen, gestattet Artikel 100 eine Rechtsangleichung, sofern die Sonderregelung des Artikels 54 Absatz 3g nicht zur Anwendung kommt.

### 3.3. Anwendungsbereich

Der Anwendungsbereich der Prospektrichtlinie ist in Artikel 1 definiert, der inhaltlich mit Artikel 1 der Zulassungsrichtlinie übereinstimmt.<sup>(122)</sup>

Artikel 2 definiert wiederum weder den Begriff des Wertpapiers noch den der Wertpapierbörse oder der Zulassung zur amtlichen Notierung.<sup>(123)</sup>

---

<sup>(120)</sup> Siehe Kap. B. Abschnitt IV 2.2., S. 46.

<sup>(121)</sup> Vgl. Constantinesco, Leontin, Jean, Das Recht der EG, 1. Bd. Baden-Baden 1945-75, S. 617. Ficker, in: Groebn/Pipkorn u.a., Kommentar, Art. 100 a.a.O. (Anm. 47), S. 1279.

<sup>(122)</sup> Siehe Kap. B, Abschnitt IV, 2.3. S. 47.

<sup>(123)</sup> Siehe Kap. B. Abschnitt IV, 2.3.1. S. 48.

### 3.4. Die Prospektpflicht

#### 3.4.1. Voraussetzungen

Artikel 3 der Richtlinie begründet die Prospektpflicht für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung.

Ein Emissionsprospekt ist nicht vorgesehen. Den Anknüpfungspunkt für die Prospektpflicht stellt vielmehr erst die Börsenzulassung dar. Im Interesse der Anleger wäre es jedoch wünschenswert gewesen, daß die Richtlinie einen kapitalmarktrechtlichen Anknüpfungspunkt gewählt und in diesem Sinne einen Emissionsprospekt gefordert hätte.<sup>(124)</sup>

Demgegenüber besteht kein Prospektzwang für die Aufnahme von Wertpapieren in den Freiverkehr, wo zu große Unterschiede in den Mitgliedstaaten bestanden, als daß sie durch eine Harmonisierung hätten beseitigt werden können.<sup>(125)</sup> Da die Richtlinie eine Mindestnorm darstellt, bedeutet dies allerdings nicht, daß die Mitgliedstaaten keine entsprechenden Bestimmungen über die Prospektpflicht erlassen können.

#### 3.4.2. Befreiung von der Prospektpflicht

Artikel 6 der Richtlinie enthält eine sehr ausführliche Regelung der Ausnahmen von der Prospektpflicht. Durch die Formulierung "Die Mitgliedstaaten können" schreibt die Richtlinie diesen jedoch nicht vor, daß sie die Befreiung von der Prospektpflicht gewähren müssen. Zu diesem Zweck können sie die zuständigen Stellen dazu ermächtigen, "eine teilweise oder gänzliche Befreiung von der Pflicht zur Veröffentlichung des Prospekts vorzusehen", falls die dafür in Artikel 6 festgelegten Bedingungen erfüllt sind.

---

<sup>(124)</sup> Dies bedeutet, daß die Prospektpflicht dort anknüpfen müßte, wo die Wertpapiere in Umlauf gebracht würden, und somit der Anleger erstmalig die Möglichkeit hätte, das Wertpapier zu erwerben. Das war der Fall bei der Veröffentlichung der Rl. in Belgien, Luxemburg und Frankreich, wo eine Emissionsprospektpflicht entstand; siehe Klages, Joachim, a.a.O. (Anm. 114) S. 86.

<sup>(125)</sup> Begründung zum Entwurf der Rl, Abl.Nr. C 131 vom 13.12.1972.

Andererseits sind nach Artikel 1.2 die Anleihen der Staaten und ihrer öffentlichen Gebietskörperschaften von der Prospektspflicht befreit. Die Ausnahme der Anteilscheine von den Bestimmungen der Richtlinie ist sinnvoll, da ein Prospekt, dessen Anlaß die Börsenzulassung ist, bei diesen Papieren wegen der permanenten Ausgabe und Rücknahme der Anteile, die zudem regelmäßig außerbörslich abgesetzt werden, nicht zur Information der Anleger beitragen kann. Ein Vertriebsprospekt würde hierzu genügen.<sup>(126)</sup> Darüber hinaus zählt Artikel 6 drei Gruppen auf, für die eine Befreiung von der Prospektspflicht in Betracht kommt. Die Aufzählung ist an dieser Stelle notwendig, da eine Generalklausel die Gefahr einer in den Mitgliedstaaten unterschiedlichen Auslegung mit sich gebracht hätte. Andererseits würde eine Befreiungspflicht für bestimmte Fälle jegliches flexible Verhalten der zuständigen Stellen in Einzelfällen unterbinden.

#### 3.4.2.1. Die Zulassung von Wertpapieren mit Emissionsprospekt

Nach Artikel 6.1 kann die Befreiung von der Prospektspflicht gewährt werden, wenn bereits einmal ein Dokument veröffentlicht wurde, dessen Inhalt dem des Zulassungsprospektes gleichwertig ist. Voraussetzung hierfür ist zunächst einmal, daß die Informationen durch einen Emissions-, Fusions- oder Börsenzulassungsprospekt schon vorliegen. Sodann muß das Dokument in demselben Mitgliedstaat innerhalb von 12 Monaten vor der Zulassung veröffentlicht worden sein. Schließlich kann sich die Befreiung nur auf die Wertpapiere des vorherigen Prospekts beziehen. Der Grund der Befreiung in einem solchen Fall liegt darin, daß den Interessen der Anleger bezüglich der Information durch den vorausgegangenen Prospekt ausreichend Rechnung getragen wurde.

---

<sup>(126)</sup> Vgl. Klages, Joachim, a.a.O. (Ann. 114) S. 88.

### 3.4.2.2. Die Zulassung zusätzlicher Aktien

Nach Artikel 6.2 ist die Zulassung bestimmter Aktien von der Prospektpflicht ausgenommen, wenn Aktien derselben Gattung bereits amtlich notiert werden. In solch einem Fall ist lediglich die Veröffentlichung eines Dokumentes erforderlich, dem Angaben über das Zulassungsverfahren und die betreffenden Aktien zu entnehmen sind. Diese Befreiungsmöglichkeit ist bei der Zulassung von Aktien interessant, die

- aus Wandelobligationen und austauschbaren Schuldverschreibungen hervorgegangen sind,
- aufgrund der Ausübung von Rechten aus Optionsschuldverschreibungen begeben werden,
- im Austausch gegen bereits notierte Aktien begeben werden, ohne daß sich dadurch das Gesellschaftskapital erhöht.

Die Befreiung ist in allen Fällen an die Bedingung geknüpft, daß die Gesellschaft, die die Aktien anbietet, bereits mit anderen Aktien an der betreffenden Börse vertreten ist. Das ermöglicht nämlich dem Anleger, auf vorausgegangene Publikationen, die der Emittent aufgrund der Notierung seiner Aktien veröffentlichen mußte, zurückzugreifen, um ihnen die notwendigen Informationen zu entnehmen.

### 3.4.2.3. Sonstige Befreiungsmöglichkeiten

Artikel 6.3 nennt sieben Fälle, in denen eine Befreiung möglich ist, sofern der betreffende Emittent veröffentlicht, welcher Art die zuzulassenden Wertpapiere sind, und in welcher Zahl sowie unter welchen Umständen sie begeben werden.

Artikel 6.3.a regelt die Möglichkeit der Befreiung bei der Zulassung von Aktien für den Fall, daß sie 10% des Kontingents (Anzahl, Börsenwert, Nennwert oder rechnerischer Wert) der Aktien derselben Gattung, die bereits an dieser Börse notiert werden, nicht überschreiten. Dies wird vor allem viele Kapitalerhöhungen durch die Ausgabe junger Aktien betreffen. Der Artikel enthält jedoch noch eine weitere Voraussetzung für die Befreiung, um die

ausreichende Versorgung der Anleger mit Informationen zu gewährleisten. Danach muß der Emittent vorher seinen Verpflichtungen bezüglich der Börsenpublizität durch die regelmäßigen Veröffentlichungen von Jahres- und Zwischenberichten nachgekommen sein.

Artikel 6.3.b. und c. gewähren auch den staatlich garantierten Schuldverschreibungen sowie den Belegschaftsaktien von Gesellschaften, die bereits mit Aktien derselben Gattung an der Börse notiert werden, die Möglichkeit der Befreiung.

Art. 6.3.e. behandelt den Fall, daß die zuzulassenden Wertpapiere bereits an einer anderen Börse desselben Mitgliedstaates notiert werden und gewährt auch hier die Möglichkeit der Befreiung, jedoch nur dann, wenn bereits ein den Regelungen der Richtlinien entsprechender Prospekt veröffentlicht worden ist.

### 3.5. Der Inhalt des Prospekts

#### 3.5.1. Einleitung

Artikel 4.1 legt fest, welche grundsätzlichen Angaben der Prospekt mit dem Prospektinhalt verfolgen soll.<sup>(127)</sup>

So soll der Prospekt den Anlegern und ihren Anlageberatern die Möglichkeit zur Bildung eines fundierten Urteils über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten sowie über die mit diesen Wertpapieren verbundenen Rechte gestatten.

Die Richtlinie konkretisiert die Anforderungen an den Prospektinhalt anschließend in Artikel 5.1, der die Emittenten zur Anwendung von Prospektschemata verpflichtet, die der Richtlinie in Form eines Anhangs beigelegt sind. Diese Schemata legen Mindestinhalte des Prospekts fest und sehen des weiteren spezielle Ausnahmen vor, in denen ein Emittent bestimmte Einzelangaben nicht

<sup>(127)</sup> Vgl. Ferrarini, Guido, a.a.O. (Anm. 119), S. 108. Der Emittent darf sich also nicht mit dem Argument, die Materie sei für das breite Publikum zu kompliziert, auf eine oberflächliche Darstellung begrenzen.

machen muß. Demgegenüber enthält Abschnitt II der Richtlinie Bestimmungen über den Gesamtinhalt des Prospekts in Sonderfällen.

### 3.5.2. Der Prospektinhalt

Artikel 5.1 mißt auch der Verständlichkeit des Prospektes Bedeutung bei. Von daher verpflichtet er den Emittenten auch nicht dazu, dem Prospekt eine bestimmte Form zu verleihen oder die Angaben in der in den Schemata vorgesehenen Reihenfolge zu machen. Solange die Mindestauskünfte noch enthalten sind, können diese Angaben umgestellt und angepaßt werden, wenn dies dem Verständnis des Prospektes förderlich ist.<sup>(128)</sup>

Die Kritik am Umfang des Prospektschemas könnte in Anbetracht der Fassung des Vorschlages von 1972 begründet sein.<sup>(129)</sup> Die endgültige Fassung verzichtet jedoch auf einige der damals geforderten Angaben.<sup>(130)</sup>

Von der Art des Wertpapieres hängt es ab, welches Schema der Richtlinie in Betracht kommt. Daher sind die Schemata folgendermaßen gegliedert:

- Anhang A: Prospektschema für Aktien
- Anhang B: Prospektschema für Schuldverschreibungen
- Anhang C: Prospektschema für Aktien, die Zertifikate vertreten

<sup>(128)</sup> Ebenda S. 51.

<sup>(129)</sup> Siehe hierzu auch die Kritik von Müller, Klaus, Ein Europäischer Börsenzulassungsprospekt - Schrittmacher oder Hemmschuh einer Kapitalmarktintegration, Bankbetrieb 4/1973, S. 130: "Die Belastung der Emittenten durch überzogene Prospektanforderungen steht in einem krassen Mißverhältnis zu dem für Anleger und Anlageberater erreichten Informationsgewinn. Der Anleger ist an einem mit für ihn unwichtigen Details überladenen Prospekt nicht interessiert."

<sup>(130)</sup> Vgl. die Fassung der Prospektschemata beider Richtlinien.

### 3.5.3. Anwendung der Prospektschemata und deren Ausnahmen

Artikel 7 räumt den zuständigen Stellen einen gewissen Ermessensspielraum ein, indem er sie dazu ermächtigt, von der Aufnahme bestimmter vorgesehener Angaben in den Prospekt Befreiung zu erteilen. Dieser Ermessensspielraum ist von ausschlaggebender Bedeutung, da die zuständigen Stellen somit entscheiden müssen, welcher Schutz ihnen wichtiger erscheint - der Schutz der Anleger oder der der Emittenten.

Die Befreiung ist nach Artikel 7.1 möglich bei Auskünften, die nicht dazu geeignet sind, die Beurteilung des Emittenten zu beeinflussen. In Einzelfällen kann sich eine Zusammenfassung einiger Angaben als zweckmäßig erweisen, weil sonst die Verständlichkeit des Prospektes beeinträchtigt würde.

Nach Artikel 7.2 ist der Grund der Befreiung eine Geheimhaltungsvorschrift, die entweder auf die Wahrung öffentlicher Interessen abzielt - wenn die Veröffentlichung der Auskünfte die Landesverteidigung oder die Handelspolitik des Landes gefährden würde - oder den Emittenten vor erheblichem Schaden schützen soll.<sup>(131)</sup> Der Schutz des Emittenten darf aber nur dann gewährt werden, wenn die Nichtveröffentlichung das Publikum nicht über wesentliche Tatsachen oder Umstände hinwegtäuscht, die für die Beurteilung der betreffenden Wertpapiere von Bedeutung sind. Der Ermessensspielraum der zuständigen Stellen bleibt somit auf den Einzelfall beschränkt.<sup>(132)</sup> Obwohl diese Entscheidungen auf nationaler Ebene getroffen werden und somit auf eine Kontrolle auf EG-Ebene verzichtet wird, ist dennoch eine gewisse Harmonisierung der

<sup>(131)</sup> Bulletin der EG, Beilage 819/72, S. 53.

<sup>(132)</sup> Die italienische Rechtslehre hat sich umfangreicher mit der Rechtsnatur des Ermessensspielraumes der zuständigen Stellen bei der Gesellschaftsinformation beschäftigt. Vgl. hierzu Mignoli, Ammissione al Listino di Borsa e Normativa Comunitaria Sulle Società, Relazione Tenuta al Convegno, Organizzato dal CDAC, Milano, 1981; Rossi, Il Ruolo dell'Empresa Nel Mercato Mibiliario Relazione Tenuta al Convegno di Milano Organizzato dalla Confindustria il 30 Giugno 1981, in: Transparenza e vergogna, le società e la borsa, Milano, S. 143 ff; Bersano Begey Silvia, Filtro e Transparenza nell'Ammissione alla Quotazione in Borsa, BBTC, 1985 S.507 ff.

Befreiung gewährleistet, da Artikel 7 grundsätzlich keine Befreiung gestattet, die den Umfang der in den Prospektschemata vorgeschriebenen Auskünfte einschränken würde.

#### 3.5.4. Bestimmungen über den Inhalt des Prospektes in Sonderfällen

Abschnitt II der Richtlinie (Art. 8 - 17) regelt den Inhalt des Prospektes in Sonderfällen. Grundsätzlich wird der Prospektinhalt jeweils dem Einzelfall angepaßt.

Laut Artikel 8 und 9 ist es zulässig, daß im Prospekt auf bestimmte Angaben verzichtet werden kann, wenn von demselben Emittenten, dessen Wertpapiere zur Zulassung anstehen, an derselben Börse andere oder die gleichen Wertpapiere notiert werden und wenn die Aktionäre des Emittenten ein Bezugsrecht auf die zuzulassenden Wertpapiere haben. Diese Regelung ist deshalb möglich, weil das Publikum bereits über gewisse Informationen verfügt bzw. sich diese leicht verschaffen kann.

Artikel 10 behandelt Schuldverschreibungen, die lediglich von institutionellen und professionellen Anlegern erworben und gehandelt werden. Da diese mit dem Anlagegeschäft besonders vertraut sind, bedürfen sie eines geringeren Schutzes als das breite Publikum, so daß ein verkürzter bzw. zusammengefaßter Prospekt ausreicht, um sie umfassend zu informieren.

Artikel 11 hingegen gewährt keine Erleichterungen, sondern verlangt die Anpassung der Schemata bei der Emission von Aktien durch Finanzinstitutionen. Diese Anpassung ist erforderlich, weil die Schemata überwiegend im Hinblick auf die weit größere Zahl von Unternehmen mit industriellem und kommerziellem Tätigkeitsbereich ausgearbeitet wurde und daher hinsichtlich der Finanzinstitutionen über keinen allzu großen Aussagewert verfügen.

Artikel 12 gewährt Erleichterungen für die Zulassung von Schuldverschreibungen zur amtlichen Notierung durch Kreditinstitute. Hierbei kann für den Zeitraum eines Jahres auf mehrmalige



Veröffentlichung eines vollständigen Prospektes innerhalb eines laufenden Jahres verzichtet werden, denn bestimmte Angaben bleiben ohnehin gleich. Allerdings ist das Kreditinstitut in diesem Fall gezwungen, seine Jahresabschlüsse regelmäßig zu veröffentlichen, und es muß einer staatlichen Aufsicht unterstehen. Da im Jahresabschluß alle wesentlichen Angaben enthalten sind, braucht der Prospekt nur die Angaben zu enthalten, die sich auf die jeweiligen Wertpapiere beziehen.

Artikel 13 behandelt den Fall, daß eine juristische Person Garant einer Schuldverschreibung ist. Da die reibungslose Abwicklung der Anleihe von der Rentabilität und der Zahlungsfähigkeit der emittierenden und der garantierenden Gesellschaft abhängt, muß der Prospekt ebenfalls Angaben über den Garanten enthalten. Artikel 13 stellt folglich eine Erweiterung des Anwendungsbereiches der Prospektschemata dar, indem er die garantierende Gesellschaft mit- einbezieht.

Gemäß Artikel 14 müssen in einem Prospekt für Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen auch Angaben nach dem Schema über Aktien enthalten sein. Diese Ausdehnung des Prospektmindestinhaltes ist insofern notwendig, als daß das Publikum dann über sämtliche Informationen verfügt, die sowohl die Anleihebedingungen als auch die Wertpapiere betreffen, welche das Publikum mittels Ausübung seiner Rechte später erwerben kann. Es muß beurteilen können, ob das Umtauschverhältnis angesichts der Entwicklungsaussichten der Gesellschaft und der in der Regel für diese Anleihen niedrigen Zinsen günstig ist.

Artikel 15 schreibt keine Änderung des Prospektinhaltes, sondern eine für die dort genannten Fälle zusätzliche Informationspflicht vor. Die Dokumente, welche die Bedingungen der Transaktionen bei der Zulassung von Wertpapieren enthalten, die anlässlich von Unternehmenszusammenschlüssen begeben wurden, müssen für das Publikum zur Einsicht verfügbar sein.

Artikel 16 setzt Maßstäbe für das Zusammenwirken der Schemata für den Fall, daß sich die Zulassung auf Zertifikate bezieht, die Aktien vertreten. Dies trifft häufig auf ausländische Wertpapiere zu, die nicht den Anforderungen des jeweiligen Börsenplatzes

entsprechen. Es handelt sich dabei hauptsächlich um ausländische Namensaktien, für die Inhabertzertifikate ausgegeben werden müssen, wenn im Inland nur solche gehandelt werden können. In diesem Falle müssen sowohl Informationen über die Originalaktien als auch über die Aussteller der Zertifikate zur Verfügung stehen.

Schließlich gewährt Artikel 17 eine Vereinfachung des Prospektinhaltes für staatlich garantierte Anleihen, da die Sicherheit mehr von der staatlichen Garantie als von der Ertragslage des Emittenten abhängt.

Im Endeffekt kommt Abschnitt II der Richtlinie sowohl dem Emittenten als auch dem Anleger entgegen. Der Emittent hat die Möglichkeit, den Prospektinhalt in den genannten Sonderfällen auf das notwendige Mindestmaß zu beschränken, was auch im Sinne des Anlegers sein dürfte. Gleichzeitig wird der Prospektinhalt in einigen Fällen um zusätzliche Informationen erweitert, die dem Anleger zugute kommen.

### 3.6. Bestimmungen über die Modalitäten der Kontrolle und der Verbreitung des Prospekts

Abschnitt III der Richtlinie (Art. 18 bis 23) befaßt sich zunächst mit den Fragen, welche die Kontrolle des Prospekts betreffen (Art. 18 und 19). Dann folgen Vorschriften über die Art der Veröffentlichung (Art. 20) sowie deren Zeitpunkt (Art. 21) und Bestimmungen über die Benutzung zusätzlicher Dokumente, die Informationen enthalten (Art. 22). Der Abschnitt schließt ab mit einer Regelung über die Fragen der Aktualität des Prospekts (Art. 23).

Diese Bestimmungen sind von grundlegender Bedeutung für die Effizienz des Anlegerschutzes, da dem potentiellen Anleger lediglich mit einem Prospekt gedient ist, der inhaltlich korrekt und leicht zugänglich ist und der rechtzeitig mit aktuellen Angaben zur Verfügung steht.

### 3.6.1. Die Kontrolle des Prospekts nach Artikel 18 und 19

Artikel 18.1 schreibt den Mitgliedstaaten die Ernennung eines Prospektkontrollorgans vor, welches "zuständige Stelle" genannt wird. Diese Stellen können sowohl öffentlich als auch privat, innerhalb oder außerhalb der Börsen sein.

Die Regelung der Beziehungen zwischen den Behörden und den zuständigen Stellen bleibt ebenfalls den Mitgliedstaaten selbst überlassen. Es können sogar mehrere zuständige Stellen für einen staatlichen Bereich geschaffen werden, sofern deren sachliche und örtliche Kompetenzen genau voneinander abgegrenzt werden. Die Ausstattung der Stellen mit den erforderlichen Vollmachten und Befugnissen erfolgt ebenfalls durch die Mitgliedstaaten.<sup>(133)</sup> Die zuständigen Stellen sollen die Interessen der Anleger schützen, indem sie dafür sorgen, daß die gleichen Tatbestände in den Mitgliedsländern auch die gleichen Folgen in Bezug auf die Prospektspflicht und den Prospektinhalt haben.

Wichtiger als das Vertrauen auf die Informationen an sich ist das Vertrauen auf die Kontrolle dieser Informationen. Denn der Anleger muß sich auch darauf verlassen können, daß er neben der Prospektspflicht mit gleichem Inhalt auch die gleiche Qualität der Informationen über die börsennotierten Wertpapiere in den einzelnen Mitgliedsländern vorfindet.

Artikel 18.2 sieht vor, daß der Prospekt ohne die Zustimmung der zuständigen Stellen nicht publiziert werden kann.

Die Art und Weise, wie die Billigung des Prospektes erfolgen soll, wird den Mitgliedstaaten nicht vorgeschrieben. Demzufolge kann sowohl eine ausdrücklich erteilte Zustimmung als auch eine bloße

<sup>(133)</sup> Den Umfang der Befugnisse legt die Rl. im einzelnen nicht fest. Auf diese Weise läßt die Rl. die Möglichkeit zur Eigeninitiative der Mitgliedstaaten offen und verkörpert somit auf den Prospekt bezogen ein Subjektivitätsprinzip, welches sich in dem Grundsatz der präventiven Genehmigung des Prospektes durch die zuständigen Stellen manifestiert. Zum Thema der Kontrollstellen im allgemeinen siehe: Leleux, L'Action de la Communauté en Matière de Libération des Mouvements des Capitaux, S. 325 ff.; Larcier, Pour ou contre une SEC Européenne, Rev. Banque 1967, S. 664 f. Zur konkreten Kontrolle der Rl 80/390 siehe Anm. 136.

Erteilung eines "nihil obstat" mit oder ohne Sichtvermerk erfolgen.<sup>(134)</sup>

Gemäß Artikel 18.3 müssen die zuständigen Stellen der Auffassung sein, daß der Prospekt allen vorgeschriebenen Bedingungen der Richtlinie entspricht. Damit eine solche Auffassung überhaupt entstehen kann, ist eine Kontrolle notwendig, die sich im einzelnen auf die Einhaltung der in den Artikeln 1 bis 5 genannten Grundsätze und auf die Einhaltung der Schemata bezieht.

Reichen die in den Schemata enthaltenen Informationen nicht aus, so ist die zuständige Stelle befugt, auch die Auskünfte zu verlangen, die sie für die Wahrung der allgemeinen Grundsätze als zweckmäßig erachtet. Jedoch braucht sie bei der Ausübung der Kontrolltätigkeit keine eigenen Nachforschungen anzustellen. Sie kann sich dabei auf Informationen stützen, welche ihr von Buchprüfern, finanziellen Institutionen oder anderen Sachverständigen geliefert werden.<sup>(135)</sup> Ein Nachweis über diese Prüfungen reicht der zuständigen Stelle normalerweise aus. Unter Umständen kann sie auch einen Bestätigungsvermerk verlangen, wie es Artikel 19 vorsieht.

Obwohl die zuständigen Stellen über diese Verifizierungsmöglichkeiten verfügen, ist das von der Richtlinie vorgeschriebene Konzept der Kontrolle eher theoretisch zu sehen, denn die Veröffentlichung des Prospektes bedeutet für den Leser lediglich, daß die zuständige Stelle keinen Einspruch dagegen eingelegt hat.

---

<sup>(134)</sup> Bull. der EG, Rl 80/390/EWG, S. 109.

<sup>(135)</sup> Siehe Art. 19 der Rl. Die Billigung beinhaltet kein Qualitätsurteil, denn über die Bonität der Wertpapiere und des Emittenten sagt sie nichts aus. Dieses Urteil soll sich der Anleger selbst aufgrund des Prospekts bilden. Die Harmonisierung auf dieser Grundlage der Prospekttheorie stellt die Wahl des kleinsten gemeinsamen Nenners dar, da nationale Bonitäts Gesichtspunkte eine Rolle spielen können.

### 3.6.2. Die Verfahren zur Veröffentlichung des Prospektes nach Artikel 20

Artikel 20 stellt den Mitgliedstaaten zwei Möglichkeiten der Veröffentlichung zur Wahl:

Die erste Alternative sieht die Veröffentlichung in mindestens einer überregionalen und an der Börse verbreiteten Zeitung als ausreichend an.

Die zweite Alternative ist die kostenlose Bereitstellung des Prospektes in Broschürenform am Sitz der Börse oder der Börsen, an denen die Zulassung beantragt ist und am Sitz des Emittenten. Da dies jedoch für breite Anlegerkreise nicht ausreicht, muß der Prospekt auch noch bei allen Finanzinstituten zur Verfügung stehen, die die Zeichnungsaufträge entgegennehmen.

Einzelne Elemente der beiden Veröffentlichungsmodalitäten können nicht miteinander kombiniert werden.

### 3.6.3. Bestimmungen, die die Fristen für die Veröffentlichung des Prospektes und anderer Dokumente sowie die Probleme der Aktualität betreffen (Artikel 21 bis 23)

Bei den Bestimmungen bezüglich der Fristen geht die Richtlinie sehr zurückhaltend vor. Der Prospekt muß lediglich "innerhalb einer angemessenen Frist" vor der Notierung veröffentlicht werden (Art. 21.1), das heißt, einerseits muß sich das Publikum innerhalb dieses Zeitraumes mit den Angaben ausreichend vertraut machen können, andererseits soll ein inoffizieller Handel der Insider vor der Notierung des Papiers verhindert werden. Ferner sollen die Angaben noch dem aktuellen Stand entsprechen.

Gemäß Artikel 21.3 besteht die Möglichkeit, im Falle der öffentlichen Emission von Schuldverschreibungen mit gleichzeitiger Börsenzulassung bestimmte Angaben im Prospekt (z.B. Ausgabekurs und Zinssatz) noch offen zu lassen, um aktuelle Tendenzen auf dem Kapitalmarkt berücksichtigen zu können.

Artikel 22 befaßt sich mit den sonstigen Publikationsmitteln, mit denen der Emittent das Publikum auf die Börsenzulassung hinweist.

Sie unterliegen je nach Beurteilung durch die zuständigen Stellen ebenfalls der Kontrolle.

Durch den generalklauselartigen Artikel 23, wonach jedes bedeutsame Ereignis, das zwischen der Fertigstellung des Prospektes und dem Beginn der amtliche Notierung erfolgt, zu einer Ergänzung des Prospekts führt, erübrigt sich eine starre Fristenfestsetzung. Gleichzeitig wird ein hoher Grad der Prospektaktualität erreicht. Nach Artikel 23 ist ein Ereignis dann bedeutsam, wenn es die Bewertung der Wertpapiere beeinflussen kann, das heißt es kommt nicht darauf an, ob das Bekanntwerden der Tatsachen den Kurs der Papiere beeinflussen wird, sondern ob der Kurs dadurch beeinflußt werden könnte. Insofern können sich die Emittenten nicht auf den Standpunkt stellen, es sei unverhältnismäßig, sie mit den Kosten und dem Zeitaufwand der Prospekterstellung zu belasten, wenn es relativ unwahrscheinlich ist, daß die Bewertung des Wertpapiers beeinflußt wird. Es genügt bereits, daß eine Beeinflussung durch dieses Ereignis möglich ist. Diese Formulierung trägt eindeutig den Interessen der Anleger Rechnung und gibt ihnen Vorrang vor Kostengesichtspunkten.

Artikel 23 verlangt die Darstellung der neuen Ereignisse in einem Dokument, wenn eine Prospektaktualisierung erfolgt. Die zuständige Stelle legt dann die Modalitäten der Veröffentlichung fest.

### 3.7. Abschnitte IV, V, VI, VII und Artikel 24 und 25 der Richtlinie 87/345/EWG vom 22. Juni 1987 zur Änderung der Richtlinie 80/390/EWG

#### 3.7.1. Einleitung

Artikel 1 der Richtlinie 87/345/EWG<sup>(136)</sup> schreibt vor, daß der Abschnitt IV der Richtlinie 80/390/EWG durch einen neuen Abschnitt IV über die Bestimmungen bezüglich der zuständigen Stellen ersetzt und durch drei zusätzliche Abschnitte mit folgenden Inhalten vervollständigt werden soll: Abschnitt V über die gegenseitige Anerkennung des Prospekts, Abschnitt VI über die Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedstaaten und Abschnitt VII über die Verhandlungen mit Drittländern.

Die Änderungsrichtlinie enthält eine neue Regelung, wonach der Prospekt zu einem Wertpapier, das gleichzeitig oder annähernd gleichzeitig in mehreren Mitgliedstaaten Gegenstand eines Antrages auf Zulassung zur amtlichen Notierung ist, von diesen Mitgliedstaaten anerkannt werden muß, sofern er von der zuständigen Stelle des Mitgliedstaates, in dem der Emittent seinen satzungsmäßigen Sitz hat, gebilligt wurde.

#### 3.7.2. Begründung und Rechtsgrundlage

Auf der Rechtsgrundlage des Artikels 54.2, wie bereits im Zusammenhang mit vorangegangenen Richtlinien erwähnt wurde<sup>(137)</sup>, ist diese Richtlinie erlassen worden, um die gegenseitige Anerkennung des Prospektes zu gewährleisten, da diese in Artikel 24 der Änderungsrichtlinie 82/148/EWG nicht vollständig bewirkt wurde.<sup>(138)</sup> Damit sollte "ein wichtiger Schritt in Richtung auf die Schaffung des Binnenmarktes der Gemeinschaft" getan werden, mit der Aussicht, daß durch die Richtlinie 86/566/EWG<sup>(139)</sup> über

<sup>(136)</sup> Abl. Nr. L 185/81 vom 22. Juni 1987.

<sup>(137)</sup> Siehe oben Seiten 46 und 62.

<sup>(138)</sup> Abl. Nr. L 62/22 vom 05.03.1982.

<sup>(139)</sup> Abl. Nr. L 332/22 vom 26.11.1986.

die Liberalisierung des Kapitalverkehrs wahrscheinlich die Zahl der grenzüberschreitenden Anträge auf Zulassung zur amtlichen Notierung steigen wird. Die Richtlinie läßt den Mitgliedstaaten jedoch ein gewisses Maß an Souveränität, indem sie bestimmt: "Durch die gegenseitige Anerkennung des Prospektes als solche entsteht kein Recht auf Zulassung."<sup>(140)</sup>

### 3.7.3. Der Inhalt

Artikel 24 der alten Richtlinie wird nun in vier Absätze gegliedert. Absatz 1 befindet sich in Abschnitt IV und ermächtigt für den Fall der Mehrfachnotierung die zuständigen Stellen des Mitgliedstaates, in dem das emittierende Unternehmen seinen satzungsmäßigen Sitz hat, zur Genehmigung des Prospektes.

Unter Bezugnahme auf Artikel 25 b, der Emittenten aus Drittländern auf der Grundlage der Reziprozität zur amtlichen Notierung zuläßt, wird diesen nun die Möglichkeit gewährt, den Mitgliedstaat zu wählen, nach dessen Gesetzen der Prospekt erstellt und genehmigt werden soll. Durch diese Möglichkeit werden die Emittenten der EG in gewisser Weise benachteiligt, da ihnen dies nicht freigestellt ist.

Artikel 24 a (Abschnitt V) legt in seinem ersten Absatz die gegenseitige Anerkennung des Prospektes fest. Er ermächtigt die zuständigen Stellen der übrigen Mitgliedstaaten lediglich zur Forderung von spezifischen Angaben für den Markt des Zulassungslandes. Darunter sind die steuerliche Behandlung der Erträge, die als Zahlstellen des Emittenten in diesem Land handelnden Finanzinstitute sowie die Art der Veröffentlichung von Wertpapierbekanntmachungen zu verstehen. Er gewährt den zuständigen Stellen jedoch nicht das Recht, ergänzende oder zusätzliche Auskünfte zu verlangen.<sup>(141)</sup>

Absatz 2 legt einen Anerkennungszwang seitens der übrigen Mitgliedstaaten fest, in denen ein Zulassungsantrag gestellt wurde,

---

<sup>(140)</sup> Zu diesem Punkt siehe die Analyse der Rl. 79/279/EWG S. 47.

<sup>(141)</sup> Über diese Begriffe siehe die Analyse der Rl. 79/279/EWG S. 47.



auch wenn eine teilweise Befreiung oder Abweichung nach dieser Richtlinie gewährt worden ist.

Absatz 3 verpflichtet die zuständigen Stellen, die einen Prospekt gebilligt haben, zur Übersendung einer Bescheinigung über diese Billigung an die anderen Mitgliedstaaten, in denen die Zulassung ebenfalls beantragt wird.

Absatz 4 fordert den Emittenten auf, den Entwurf des Prospekts den zuständigen Stellen der betroffenen Mitgliedstaaten zukommen zu lassen.

Absatz 5 stellt den Mitgliedstaaten die Benachteiligung von Emittenten aus Drittstaaten quasi frei, indem er den Mitgliedstaaten gestattet, die Anwendung dieses Artikel auf Emittenten mit Sitz in den Mitgliedstaaten zu beschränken.

Abschnitt VI befaßt sich mit der Zusammenarbeit zwischen den zuständigen Stellen. Hierbei ist auf Absatz 2 des Artikels 24c hinzuweisen. Die zuständigen Stellen können nämlich erst dann über den Antrag auf Zulassung zur amtlichen Notierung für Wertpapiere - die sofort oder später Zugang zum Gesellschaftskapital eröffnen - befinden, nachdem sie die Stellungnahme der zuständigen Stellen des Mitgliedsstaates, in dem sich der Sitz des Emittenten befindet, eingeholt haben.

Artikel 24 c 3 stellt den Beginn einer gegenseitigen Anerkennung des Prospektes dar, eingeschränkt durch die Forderung, daß die Veröffentlichung in einem anderen Mitgliedstaat vor weniger als sechs Monaten erfolgte.

Artikel 25 enthält das in Artikel 19 der Richtlinie 79/279/EWG bereits festgelegte Berufsgeheimnis.<sup>(142)</sup> Der Artikel enthält jedoch einen neuen dritten Absatz, der besagt, daß die zuständigen Stellen die Auskünfte "nur für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie im Rahmen von Einsprüchen oder Gerichtsverfahren, die sich auf diese Tätigkeit beziehen", verwenden dürfen.

Artikel 25 b (Abschnitt VII) bezieht sich auf Vereinbarungen, die zwischen der Gemeinschaft und Drittstaaten bezüglich der Prospekte getroffen wurden. Die Gemeinschaft kann demzufolge die Prospekte

---

(142) Siehe S. 40 der Rl. 79/279/EWG.

von Emittenten aus Drittländern auf der Grundlage der Reziprozität als den Anforderungen dieser Richtlinie genügend anerkennen, sofern der Schutz der Anleger entsprechend gewährleistet ist.

Schließlich enthält die Richtlinie in Artikel 26 eine Schlußbestimmung, in der die Fristen für die Umsetzung ihrer Rechtsvorschriften in innerstaatliches Recht festgelegt sind (bis zum 1. Januar 1990), wobei im Falle Spaniens und Portugals jeweils eine Übergangsfrist von ein bzw. zwei Jahren eingeräumt wurde.

### 3.8. Der Kontaktausschuß (Abschnitt VIII)

Die vorliegende Richtlinie sieht ebenfalls einen Kontaktausschuß vor, der durch die Richtlinie 79/279/EWG ins Leben gerufen wurde. Von daher sei hier auf dessen Analyse an anderer Stelle verwiesen.<sup>(143)</sup> In den Artikel 26 der geänderten Richtlinie sind lediglich die Absätze 3 und 4 des alten Artikels 20, die sich auf die Zusammensetzung des Ausschusses und auf dessen Einberufung beziehen, nicht mit aufgenommen worden.

---

<sup>(143)</sup> Siehe oben Seite 60.

4. Richtlinie des Rates 82/121/EWG vom 15. Februar 1982 über regelmäßige Informationen, die von Gesellschaften zu veröffentlichen sind, deren Aktien zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zugelassen sind<sup>(144)</sup>

#### 4.1. Einleitung

Die vorliegende Richtlinie hängt in Bezug auf die Problematik der Wertpapiermärkte eng mit den beiden vorangegangenen zusammen. So erwähnt sie diese beiden sowie die vierte Richtlinie 78/660/EWG<sup>(145)</sup> in ihrer Präambel und ergänzt diese in ihrem Ziel, den Anleger zu schützen. Hinsichtlich der ersten beiden führt die vorliegende Richtlinie diese sogenannten "laufenden Informationen" neu ein, während sie gegenüber der letzteren, die die Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten betreffend den Jahresabschluß von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen koordiniert, die Neuheit einführt, daß die Gesellschaften den Anlegern mindestens einmal im Laufe des Geschäftsjahres einen Bericht über die Tätigkeit der Gesellschaft vorlegen sollen. Somit koordiniert sie den Inhalt und die Verbreitung des Berichts.

Damit stellt die Richtlinie eine notwendige Ergänzung zur Information des Anlegers über die allgemeine Entwicklung der Tätigkeit der Gesellschaft dar.

#### 4.2. Allgemeine Vorschriften und Anwendungsbereiche (Abschnitt I)

Artikel 1.1 der vorliegenden Richtlinie schließt im Gegensatz zu den beiden vorangegangenen die Schuldverschreibungen aus. Nach dieser Vorschrift ist der Anwendungsbereich auf die Koordinierung der laufenden Informationen derjenigen Gesellschaften begrenzt, deren Aktien zur amtlichen Notierung in einem Mitgliedstaat

<sup>(144)</sup> Abl. Nr. L 48/26 vom 20.02.1982.

<sup>(145)</sup> Abl. Nr. L 222/11 vom 14.08.1978.

zugelassen sind. Demzufolge bedarf es bei den einfachen Schuldverschreibungen aufgrund der Rechte, die sie dem Besitzer verleihen, nicht des Schutzes der Anleger durch die Veröffentlichung eines Halbjahresberichtes. Die Richtlinie betrifft auch die Zertifikate, die Aktien vertreten.

Artikel 1.1 enthält bezüglich der Pflicht der Gesellschaften zur Veröffentlichung von Informationen eine rückwirkende Bestimmung, wonach die Richtlinie auch dann Anwendung findet, wenn die Zulassung vor ihrem Inkrafttreten erfolgte.

Investmentgesellschaften müssen (Art. 1.2) und Zentralbanken können (Art. 1.3.) vom Anwendungsbereich dieser Richtlinie ausgenommen werden. Eine Begründung für den Ausschluß enthält die Richtlinie nicht, wodurch die übrigen Banken benachteiligt werden könnten.

Die Zielsetzung der Richtlinie ist die Veröffentlichung eines Halbjahresberichtes über die Geschäftstätigkeit und die Ergebnisse der Gesellschaft während der ersten sechs Monate eines jeden Geschäftsjahres (Art. 2).

Die Richtlinie stellt eine Mindestnorm dar, die für alle Gesellschaften gleichermaßen anzuwenden ist und die durch die Mitgliedsstaaten erweitert werden kann (Art. 3).

#### **4.3. Veröffentlichung und Inhalt des Halbjahresberichtes (Abschnitt II)**

Zunächst wird die allgemeine Frist für die Veröffentlichung des Halbjahresberichtes festgelegt, die "binnen vier Monaten nach Beendigung des Berichtszeitraumes" zu erfolgen hat (Art. 4).

Artikel 5 befaßt sich mit dem Inhalt des Halbjahresberichts, der Zahlenangaben über die Tätigkeit und die Ergebnisse der Gesellschaft (mindestens den Betrag der Nettoumsätze sowie das Ergebnis vor oder nach Steuern) im Berichtszeitraum sowie Erläuterungen hierzu enthalten soll. Dem Anleger muß es durch den Bericht ermöglicht werden, sich eine fundierte Meinung über die Entwicklung und die Ergebnisse der Gesellschaft zu bilden (verankert in BL 80).

Die Richtlinie äußert sich jedoch nicht dazu, wer die Hinlänglichkeit des Berichtes beurteilen soll. Doch nach dem Grundsatz<sup>(146)</sup> des inhaltlichen Zusammenhangs der Richtlinien sind hierfür wohl die zuständigen Stellen verantwortlich, die entweder auf Ersuchen der Anleger oder aus eigener Initiative diese Beurteilung vornehmen und nach Artikel 5.7 und 9.3 eine entsprechende Anpassung fordern können.

Die oben erwähnten "Nettoumsätze" und das "Ergebnis vor oder nach Steuern" sind "im Sinne der Richtlinien über den Jahresabschluß von Gesellschaften zu verstehen". Der Begriff des "Nettoumsatzerlöses" wird aber auch in der Richtlinie 78/660/EWG nicht definiert, die sich in Artikel 28 lediglich auf eine Bestimmung des Begriffs beschränkt.

Der Halbjahresbericht kann in konsolidierter oder in nicht konsolidierter Form veröffentlicht werden, wenn die Gesellschaft einen konsolidierten Jahresabschluß vorgelegt hat (Art. 6). Grundsätzlich kann die Gesellschaft zwischen den Veröffentlichungsmodalitäten gemäß der Richtlinie 79/279 wählen<sup>(147)</sup> (Art. 7).

Artikel 7.3 führt jedoch eine neue Verpflichtung in Bezug auf die Veröffentlichung ein, wonach die Gesellschaft den Halbjahresbericht auch an die zuständigen Stellen der Mitgliedstaaten übermitteln muß, in denen die Aktien zur amtlichen Notierung zugelassen sind.

---

(146) Dieser Grundsatz, der in der Begründung der Rl. und in Art. 5.6 verankert wird, untermauert das Hauptziel der Rl, nämlich den Anlegerschutz. Beachte zudem Art. 4 der Rl. 80/390/EWG, der aufgrund des unterschiedlichen Umfangs der zu veröffentlichenden Information auch den Anlageberater als Empfänger der Information ansieht.

(147) Bzgl. der Veröffentlichungsmodalitäten vgl. Kap. B Abschnitt III 3.6.2, S. 75. Siehe auch S. 27.

#### 4.4. Befugnisse der zuständigen Stellen (Abschnitt III)

Nach Artikel 9.1, 9.2 und 9.3 gleicht die Aufgabe der zuständigen Stellen derjenigen der in den vorangegangenen Richtlinie beschriebenen.

Den zuständigen Stellen wird gemäß Artikel 9.4 ein Ermessensspielraum eingeräumt, wonach sie in demselben Maße, wie dies Artikel 7.3 der Richtlinie 80/390/EWG<sup>(148)</sup> ermöglicht, die Gesellschaften von der Veröffentlichung des Halbjahresberichtes befreien können. Diese Vorschrift bestimmt ferner, daß die Vertreter der Gesellschaft für die Genauigkeit und Richtigkeit der Tatsachen verantwortlich sind, auf die sich der Befreiungsantrag stützt.

Absatz 6 beinhaltet den Grundsatz der Anerkennung eines Halbjahresberichtes, der dem Recht eines Drittstaates unterliegt, wenn die zuständigen Stellen der Ansicht sind, daß die erteilten Informationen den in der Richtlinie vorgesehenen entsprechen.

#### 4.5. Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedstaaten (Abschnitt IV)

Gegenüber den vorher betrachteten Richtlinien enthält Artikel 10 eine neue Regelung, die im Falle der Zulassung zur Mehrfachnotierung drei Anknüpfungspunkte für die Veröffentlichung des Halbjahresberichts vorsieht. Unabhängig davon, ob es sich dabei um den Halbjahresbericht handelt, der in mehreren Mitgliedstaaten zu veröffentlichen ist, ob ein Antrag zu gleichzeitiger Zulassung zur amtlichen Notierung an zwei oder mehr Mitgliedstaaten vorliegt, oder ob der Sitz der Gesellschaft, die den Antrag stellt, in einem Drittstaat liegt, sollen die zuständigen Stellen dafür Sorge tragen, daß der Halbjahresbericht gleichermaßen für alle Mitgliedstaaten anerkannt wird.

<sup>(148)</sup> Siehe S. 106 der Rl. 80/390.

#### 4.6. Kontaktausschuß (Abschnitt V)

Artikel 11 enthält insofern eine Neuerung, als daß er die Art der Kooperation innerhalb des Kontaktausschusses festlegt, wodurch ein wesentlicher Fortschritt bei der Nutzung der Möglichkeit begründet wird, die der Kontaktausschuß im Hinblick auf eine bessere Integration der Gemeinschaft bietet. Artikel 11 setzt eine Frist von fünf Jahren nach Bekanntgabe der Richtlinie fest, in der die Kommission nach Anhörung des Kontaktausschusses dem Rat einen Bericht über die Anwendung bestimmter Regelungen der Richtlinie sowie über mögliche Änderungen vorzulegen hat.

#### 5. Kritik und Tragweite der drei Publizitätsrichtlinien

Aus der Betrachtung der verschiedenen Bereiche, mit denen sich die Richtlinien befassen, geht hervor, daß es das Hauptanliegen des EG-Ministerrates ist, Informationen für Dritte, hauptsächlich Aktionäre sowie gegenwärtige und potentielle Anleger, zu liefern, die eine weitreichende Analyse der emittierenden Unternehmen ermöglichen, sich also nicht nur auf den innerbetrieblichen Bereich beschränken, sondern auch das Umfeld des Unternehmens und dessen Erfolgsaussichten einbeziehen.

Zu diesem Zweck führt der Rat ein deskriptives Modell ein. Es wäre jedoch notwendig, noch einen Schritt weiter zu gehen, und ein präskriptives Modell vorzusehen<sup>(149)</sup>, das auch dem Unternehmen selbst einen gewissen Schutz garantieren könnte und das die Unternehmen der EG in größerem Maße integrieren würde.

In den Börsenrichtlinien fehlen besondere Anforderungen an die Börsen als Institutionen des Wertpapierhandels. Die Richtlinien enthalten keine Bestimmungen bezüglich einiger Informationen, die von allgemeinem Interesse sind wie etwa des Börsenumsatzes eines bestimmten Wertpapiers, des Angebotes und der Nachfrage im allgemeinen u.s.w.

<sup>(149)</sup> Vgl. zu diesem Thema Baruch, Lev, Analisis de estados financieros. Madrid 1987, S. 46 ff.

Dennoch muß betont werden, daß diese Richtlinien im Hinblick auf den Prozeß der Vereinheitlichung der von der Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen zweifelsohne von Nutzen für die Anleger und die Gesellschaft als Ganzes sind.

6. Richtlinie des Rates 85/611/EWG vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)<sup>(150)</sup>

6.1. Ursprünge, Rechtsgrundlagen und Zielsetzungen

Die Präambel dieser Richtlinie bestimmt folgende Ziele:

- (1) die Schaffung eines einheitlichen Mindestmaßes für den Sparerenschutz innerhalb der Gemeinschaft,
- (2) die Angleichung der Wettbewerbsbedingungen zwischen den Organismen, damit ein gleicher Schutz der Anteilhaber gewährleistet ist sowie
- (3) die Schaffung der Voraussetzungen für eine weitere Verflechtung der Wertpapiermärkte durch die Liberalisierung des Kapitalverkehrs mit Investmentanteilen.

Ausgangspunkt dieser Richtlinie war der Segré-Bericht<sup>(151)</sup>, welcher unter anderem feststellte, daß angesichts des unzureichenden Kapitalangebots an den meisten Aktienmärkten die Tätigkeit solcher Einrichtungen gefördert werden sollte, um die Ersparnisse des Publikums mit besonderer Sachkenntnis zu verwalten.

Einige Vorschläge des Segré-Berichts wurden in den Vorschlag der Kommission über eine Richtlinie zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmter Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)<sup>(152)</sup> inkorporiert; doch erst neun Jahre später nahm der Rat diesen Vorschlag an.

<sup>(150)</sup> Abl. Nr. L 375/3 vom 31. Dezember 1985.

<sup>(151)</sup> Segré-Bericht, (Kap. B, Abschnitt II), S. 215 f.

<sup>(152)</sup> Abl. Nr. C 171/1 vom 26.07.1976.



Rechtsgrundlage der vorliegenden Richtlinie stellt Artikel 57.2 des EWG-Vertrages dar, wonach der Rat auf Vorschlag der Kommission zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften über die Aufnahme und Ausübung selbständiger Tätigkeiten ermächtigt ist.

## 6.2. Anwendungsbereich und Geschäftskreis

Als Investmentunternehmen im Sinne des Artikels 1 sind solche Unternehmen anzusehen, deren einziger Zweck es ist, vom Publikum bei ihnen eingelegte Gelder in Wertpapieren und flüssigen Mitteln nach dem Prinzip der Risikostreuung anzulegen, und die Anteile auf Verlangen der Anteilsinhaber zu Lasten des Fondsvermögens zurückzunehmen. Weist ein Unternehmen diese Merkmale auf, unterliegt es der Richtlinie unabhängig davon, ob es nach einzelstaatlichem Recht die Vertragsform (von einer Verwaltungsgesellschaft verwaltete Investment-Fonds), die Form des Trust ("Unit Trust") oder die Satzungsform (Investment-Gesellschaft) aufweist.

In Anbetracht des Zieles, lediglich bei einer Anlage in diesem Unternehmen für die Bevölkerung der EG-Staaten ein einheitliches Mindestmaß an Sparschutz einzuführen, werden nach Artikel 1, 2 und 4 folgende in der Richtlinie aufgeführte Fonds nicht berücksichtigt:

- (1) Spezialfonds, die ihre Anteile einem begrenzten Anlegerkreis anbieten,
- (2) offene Immobilienfonds,
- (3) Fonds des geschlossenen Typs, da sie die Anteile nicht zu Lasten des Fondsvermögens zurücknehmen,
- (4) Fonds, die ihre Anteile ausschließlich an das Publikum von Drittländern veräußern.

### 6.3. Zulassungsbestimmungen (Abschnitt II)

Gemäß Artikel 4 bedarf jedes europäische Investmentunternehmen der ausdrücklichen Zulassung durch die zuständigen Stellen des Staates, in dem es seinen Sitz hat. Die Zulassung ist nach der Erteilung verbindlich für alle Mitgliedstaaten.

Die Tätigkeit der Verwaltungsgesellschaft darf sich nur auf die Verwaltung von Investmentfonds beschränken, um so Interessenkonflikte zu vermeiden (Art. 6, vgl. auch Art. 56).

### 6.4. Bestimmungen betreffend die Anlagegegenstände

Eine zentrale Bedeutung kommt dem Anlagekatalog nach Artikel 19 zu. Damit die Anlage möglichst einfach bewertet und leicht realisiert werden kann, darf sich ein Fondsvermögen ausschließlich aus den nachfolgenden Vermögensgegenständen zusammensetzen:

- (1) Wertpapiere, die an einer Börse amtlich notiert oder an einem anderen geregelten Markt eines Mitgliedstaates oder eines Drittlandes gehandelt werden,
- (2) Wertpapiere aus Neuemissionen,
- (3) Wertpapiere, die nicht unter (1) und (2) genannt sind bis maximal zehn Prozent des Sondervermögens, z. B. nichtnotierte Aktien oder Schuldverschreibungen,
- (4) "Verbriefte Rechte" bis maximal zehn Prozent des Sondervermögens, wenn sie Wertpapieren gleichgestellt sind und der Wert grundsätzlich mindestens zweimal pro Monat bestimmt werden kann,
- (5) "Flüssige Mittel" <sup>(153)</sup>,
- (6) Anteile anderer Investmentunternehmen im Sinne der Richtlinie, allerdings auf fünf Prozent des Wertes des Sondervermögens begrenzt, (unter bestimmten Voraussetzungen zählen dazu auch

<sup>(153)</sup> Entgegen dem RI-Vorschlag der Kommission von 1976 (s.a. Anm. 32) werden kurzfristige Schuldverschreibungen des Staates, Schatzanweisungen mit sehr kurzer Laufzeit u.s.w. den flüssigen Mitteln nicht gleichgestellt, obwohl sie in ihrer Liquidität den flüssigen Mitteln entsprechen und besser verzinst werden als Termingelder.

Anteile von Investmentfonds, die von derselben Verwaltungsgesellschaft betreut werden).

- (7) Optionsrechte. Die Richtlinie ermöglicht die Teilnahme am Optionshandel (Art. 21).

Der Erwerb von Edelmetallen oder über diese hinausgehende Zertifikate, die Kreditvergabe oder der Abschluß von Leerverkäufen sind hingegen untersagt (Art. 19.2d, 41, 42).

Des weiteren ist es nicht zulässig, daß ein Investmentunternehmen seine Anlagepolitik oder seine Struktur so verändert, daß es aus dem Anwendungsbereich der Richtlinie herausfällt (Art. 1 Abs. 5).

#### **6.5. Bestimmungen betreffend die Anlagegrenzen des Sondervermögens des Emittenten**

Ein Investmentfonds darf nicht mehr als fünf Prozent des Sondervermögens in Wertpapieren ein- und desselben Emittenten anlegen (Art. 22). Die Mitgliedstaaten können diese Grenze auf höchstens zehn Prozent anheben, sofern der Gesamtwert der Wertpapiere, in denen mehr als fünf Prozent des Sondervermögens angelegt ist, vierzig Prozent des Wertes des Sondervermögens nicht übersteigt. Außerdem dürfen in nichtnotierten Wertpapieren und in nicht verbrieften Rechten zusammen höchstens zehn Prozent des Sondervermögens investiert werden (Art. 19 Abs. 3).

Bei Überschreiten der fünf-Prozent-Grenze ist ein Genehmigungsvorbehalt nicht vorgesehen. Die Richtlinie verzichtet ebenfalls auf eine "Konzernklausel", d.h. der nationale Gesetzgeber verzichtet entweder ganz auf diese Anlagegrenze, oder er lockert sie auf. Ein Investmentfonds darf darüber hinaus maximal zehn Prozent aller stimmrechtslosen Aktien desselben Emittenten erwerben. Dies gilt auch für Schuldverschreibungen und Investmentanteile. Diese Risikostreuvorschrift dürfte in der Praxis kaum einzuhalten sein, da das notwendige Zahlenmaterial nicht täglich veröffentlicht wird. Demgemäß läßt die Richtlinie diese Erwerbsgrenze außer acht, wenn sich z. B. der Bruttobetrag der insgesamt emittierten

Schuldverschreibungen eines Emittenten zum Zeitpunkt des Erwerbs nicht berechnen läßt.

Ein Investmentunternehmen darf Aktien, die ein Stimmrecht beinhalten, nur in einem Umfang erwerben, der es nicht ermöglicht, einen "nennenswerten Einfluß" auf die Geschäftspolitik der betreffenden Gesellschaft auszuüben.<sup>(154)</sup>

Wenn ein Staat eine Nennkapitalgrenze von x-% vorschreibt, haben alle Investmentfonds, die in diesem Staat ihre Anteilscheine vertreiben, darüber hinaus diese Grenze bei Erwerb von Aktien der Unternehmen des Vertriebslandes zu beachten (Art. 25 Abs. 1).

#### 6.6. Sonderregelungen betreffend die Anlagegrenzen

Die Anlagegrenze von zehn Prozent kann, auf das Sondervermögen bezogen, von den Mitgliedstaaten für Wertpapiere, welche von einem Mitgliedstaat, seinen Gebietskörperschaften oder vergleichbaren Emittenten begeben oder garantiert werden, auf 35 % angehoben werden (Art. 22 Abs. 3). Der Ministerrat ging hierbei von der Überlegung aus, daß Wertpapieranlagen dieser Art im allgemeinen nicht mit Risiken verbunden sind.

Die Richtlinie geht nach Artikel 23 noch einen Schritt weiter: Ein Investmentfonds kann bis zu einhundert Prozent in Wertpapieren eines einzigen Emittenten anlegen, wenn

- (1) ein Mitgliedstaat dies gestattet,
- (2) der Fonds zumindest sechs verschiedene Emissionen dieses Emittenten hält,
- (3) jede dieser Emissionen dreißig Prozent des Gesamtbetrages des Sondervermögens nicht übersteigt und
- (4) diese Wertpapiere von einem Mitgliedstaat, seinen Gebietskörperschaften oder gleichwertigen Emittenten begeben oder garantiert werden.

<sup>(154)</sup> Vgl. Empfehlung des Rates 85/612 EWG vom 20.12.1985 zu Art. 25 Abs. 1, Abl. Nr. L 375/19 vom 31.12.1985.

Damit geht die Richtlinie weit über die quantitativen Anlagegrenzen hinaus und führt außerdem noch qualitative Differenzierungen ein.<sup>(155)</sup>

Den Bestimmungen der Richtlinie über die einzuhaltenen Anlagegrenzen liegt ein eingeschränktes Erwerbsgrenzenprinzip zugrunde, d. h. daß die Anlagegrenzen zum Zeitpunkt des Erwerbs von Wertpapieren zu beachten sind (Art. 22, 23, 24, 25). Die Wahrnehmung von Bezugsrechten bildet eine Ausnahme (Art. 26.1).

Allerdings hält die Richtlinie das Erwerbsgrenzenprinzip nicht konsequent durch, da Artikel 26.3 vorschreibt, daß wenn ein Investmentfonds diese Anlagegrenzen "unbeabsichtigt oder in der Folge der Ausübung der Bezugsrechte überschreitet, er bei seinen Verkäufen als vorrangiges Ziel die Normalisierung dieser Lage unter Berücksichtigung der Interessen der Anteilinhaber anzustreben hat." Mit dieser Vorschrift könnten Erschwernisse in dem besonders empfindlichen Bereich der Anlagepolitik bewirkt werden, z.B. bei Wertpapierverkäufen infolge von Anteilrückgaben. Eine "Normalisierung der Lage" wobei die Überschreitung der Anlagegrenzen verhindert werden soll, kann zu einer Verletzung der Anlageinteressen führen. Die Risikostreuung ist nur ein Faktor unter vielen im Bereich der Anlegerinteressen, die dadurch gewahrt bleiben, daß sie in erster Linie auf einen möglichst hohen "return of capital" bei einer für die jeweilige Kapitalmarktsituation angemessenen Risikostreuung ausgerichtet sind.

Daher darf das Fondsmanagement bei einer Börsenbaisse nicht zum Verkauf jener Wertpapiere gezwungen sein, die von Kursrückgängen verschont wurden oder von der Baisse nur geringfügig betroffen sind. Gerade diese Wertpapiere haben bei einer nachfolgenden Hausse auf dem Aktienmarkt wegen ihrer relativen Stärke einen meist überdurchschnittlichen Aufwärtstrend zu verzeichnen. Aus diesem Grund besteht ein elementares Interesse darin, gerade diese Wertpapiere uneingeschränkt im Bestand halten zu dürfen.<sup>(156)</sup>

<sup>(155)</sup> Vgl. Díez Moreno, Fernandez, Directiva Sobre Coordinacion de las Regulaciones Relativas a los OICVM, Noticias - CEE, 1986, S. 398.

<sup>(156)</sup> Laux, Manfred: Europäisches Investment-Recht setzt neue Maßstäbe, Die Bank 8/86, S. 197.

### 6.7. Publizitätsbestimmungen

Der Richtlinienvorschlag regelt ausführlich die von den Investmentunternehmen zu veröffentlichenden Informationen, d. h. den Inhalt des Prospekts und der Jahres- bzw. Halbjahresberichte.

Der Prospekt muß die wichtigsten Angaben über das Investmentunternehmen enthalten, so z. B. seine Struktur, die Anlageziele, die Bedingungen für die Ausgabe und die Rücknahme der Anteilsscheine u.s.w. Nach Artikel 28 sind im Schema A der Richtlinie die Angaben, die ein Prospekt mindestens enthalten muß, einzeln aufgeführt. Gemäß Artikel 32 sind der Prospekt und etwaige Änderungen desselben den zuständigen Stellen vorzulegen. Jahres- und Halbjahresbericht enthalten hauptsächlich finanzielle Daten über die Tätigkeit des Investmentunternehmens, z.B. den Vermögensstand, die Anzahl der umlaufenden Anteile, den Wertpapierbestand, Angaben über die Entwicklung des Vermögens während des Berichtszeitraumes sowie eine vergleichende Übersicht der letzten drei Geschäftsjahre. Die Zahlenangaben müssen von Abschlußprüfern bestätigt werden (Art. 31).<sup>(157)</sup>

### 6.8. Bestimmungen betreffend die Vertriebsregeln

Die ursprüngliche Absicht der EG-Kommission, gleichzeitig mit der Koordinierung des Investmentrechts die Vertriebsregeln zu vereinheitlichen, konnte nicht in die Tat umgesetzt werden, da sonst mit einer noch stärkeren Verzögerung bei der Verabschiedung der Koordinierungsrichtlinie zu rechnen gewesen wäre. Demzufolge ist vorgesehen, daß ein Mitgliedstaat die Investmentfonds, welche in anderen Mitgliedstaaten ansässig sind, seinen eigenen Vertriebsregeln unterwerfen darf. Allerdings dürfen diese nicht benachteiligend angewendet werden (Art. 44 ff).

Hat ein Investmentfonds die Absicht, seine Anteile in einem anderen Mitgliedstaat zu vertreiben, so muß er dies den zuständigen

<sup>(157)</sup> Gem. Rl 84/253/EWG vom 10.04.1984 und Abl. Nr. L 126 vom 12.05.1984, S. 20.

Stellen dieses Mitgliedstaates unter Vorlage verschiedener Dokumente anzeigen. Des weiteren hat das Investmentunternehmen sicherzustellen, daß die Anteilsinhaber in diesem Staat die erforderlichen Ausschüttungen und Informationen erhalten und auch ihre Anteilsscheine zurückgeben können. Dieser Anforderung wird in der Regel Rechnung getragen, wenn ein Kreditinstitut mit dem Vertrieb beauftragt worden ist.

#### 6.9. Bestimmungen betreffend die Struktur der Investmentfonds

Die Richtlinie schreibt vor, daß ein Investmentfonds eine Verwahrstelle oder Depotbank mit der Verwahrung der Vermögensgegenstände beauftragt (Art. 7 ff). Diese muß ausreichende finanzielle und berufliche Garantien für ihre Tätigkeit aufweisen, einer öffentlichen Aufsicht unterstehen und mindestens eine Niederlassung in dem Staat haben, in dem sich der Sitz der Verwaltungsgesellschaft befindet. Diese Maßnahme dient der einheitlichen Aufsicht über die Verwaltungsgesellschaft und die Verwahrstelle.

Neben ihrer Verwahrfunktion hat die Depotgesellschaft, die eine wichtige Rolle beim Schutz der Anteilsinhaber spielt, noch eine Vielzahl weiterer Aufgaben wahrzunehmen, wie etwa den Verkauf und die Rücknahme der Anteilscheine. Sie muß darauf achten, daß die Tätigkeit der Verwaltungsgesellschaft den gesetzlichen Vorschriften und den Vertragsbedingungen entspricht. Sie hat bei der Ausführung ihrer Aufgaben ausschließlich im Interesse der Anteilsinhaber zu handeln. Jedoch hat sie den Weisungen der Verwaltungsgesellschaft Folge zu leisten, sofern diese nicht gegen Gesetze oder Vertragsbedingungen verstoßen.

Haben die Investmentgesellschaften die Rechtsform der Aktiengesellschaft gewählt, kann auf eine Verwahrstelle verzichtet werden, sofern diese ihre Anteile ausschließlich über eine oder mehrere Wertpapierbörsen vertreiben (Art. 12 ff). Dieses Recht wird auch jenen Gesellschaften eingeräumt, die mindestens achtzig Prozent ihrer Anteile auf diese Weise absetzen.

Mit der Befreiung von der Verpflichtung, die Verwahrung des Sondervermögens einer Verwahrstelle zu überlassen, wird das tragende Anlegerschutzprinzip der Richtlinie durchbrochen.<sup>(158)</sup> Die EG-Kommission weist zwar darauf hin, daß solche Investment-Gesellschaften als Aktiengesellschaften gegründet werden, und die Kontrolle folglich von den Aktionären ausgeübt wird. Jedoch sind die Kontroll- und Mitwirkungsrechte der Aktionäre eher theoretischer Natur und nicht mit den Befugnissen einer Depotbank zu vergleichen.

#### 6.10. Bestimmungen betreffend die Aufsicht

Die Bestimmungen, welche die Aufsicht über die OGAW regeln (Art. 49 ff), sind vom Prinzip der "Kontrolle durch das Ursprungsland" geprägt. Demgemäß haben die zuständigen Stellen des "Ursprungslandes" nicht nur die Zulassung der Verwaltungsgesellschaften zu erteilen, sondern überwachen auch deren Tätigkeit im gesamten Gemeinschaftsgebiet. Die zuständigen Stellen sind hierbei zur engen Zusammenarbeit und zur gegenseitigen Unterrichtung verpflichtet.

Das Prinzip wird allerdings mit der Regelung über den Vertrieb von Anteilen der OGAW durchbrochen, da hier keine Koordinierung möglich war. Der Staat, in dem der Vertrieb vorgenommen wird, übernimmt die Überwachung in- und ausländischer Investmentunternehmen, was zur Folge hat, daß er bei nicht ansässigen Unternehmen eingreifen kann, falls diese gegen die Vertriebsbestimmungen des "Vertriebslandes" verstoßen (Bestimmungslandprinzip).

<sup>(158)</sup> Laux, Manfred, a.a.O. (Anm. 156) S. 195.



## 6.11. Regulierung der Organismen für gemeinsame Wertpapieranlagen in Spanien

### 6.11.1. Die geltende Gesetzgebung

Am 26. Dezember 1984 wurde das Gesetz 46/1984 zur Regulierung der Organismen für gemeinsame Anlagen verabschiedet. Im Anschluß daran wurde am 17. Juli 1985 das Dekret 1346 zu diesem Gesetz erlassen<sup>(159)</sup> und schließlich erfolgte am 15. Oktober 1985 ein Ministerialerlaß, der einige Aspekte des Dekrets aufgriff.<sup>(160)</sup>

Die Präambel des Gesetzes 46/1984 besagt selbst, daß die Notwendigkeit einer Regulierung der Investmentfonds und -gesellschaften zu Beginn der Steuerreform bestanden hat, deren Ziel die Abänderung der traditionellen Besteuerung dieser Organismen war. Andererseits ging die Reform davon aus, daß die bestehenden Rechtsnormen auf diesem Sektor den Anforderungen eines modernen Finanzierungssystems wie dem des spanischen gerecht würden. Konkret bedeutet dies, daß die Regulierung in der Weise wirksam werden soll, daß die OGAW künftig über mehr Möglichkeiten verfügen (dies betrifft die Investmentgesellschaften mit variablem Kapital sowie Investmentfonds auf dem Geldmarkt), d. h. die Unternehmen haben mehr Alternativen bei der Auswahl und der Spezialisierung, so wie dies auch in den übrigen EG-Staaten der Fall ist.

Weitere Ziele der Regulierung waren die Ausdehnung des Tätigkeitsbereiches der OGAW für die vielfältigen Kapitalanlagemöglichkeiten, insbesondere die kurzfristigen sowie die Angleichung der spanischen Vorschriften an die geltende Gesetzgebung der Mitgliedstaaten und der Europäischen Gemeinschaft selbst.

(159) Obwohl die frühere Gesetzgebung (Dekret 7/1964 v. 30.07.1964) der Regierung schon die Aufgabe übertragen hatte, sich um eine Regulierung der Investmentgesellschaften mit variablem Kapital zu bemühen, blieb bisher eine Weiterentwicklung in diesem Sinne aus.

(160) Über die vollständige Gesetzgebung seit der Entstehung dieser Institutionen in Spanien vgl. Torrecilla Fradejas, Antonio, Las Instituciones del Mercado Financiero, La Inversión Colectiva, in: Curso de Introducción a Bolsa 1987, S. 841 ff.; ebenso: Fernández Ranada, Pedro A., Instituciones de Inversión Colectiva, P. de E.E. Nr. 9, 1981, S. 151 ff.

### 6.11.2. Definitionen der Organisationstypen

Nach der neuen Regelung werden diejenigen Gesellschaften OGAW genannt, welche unabhängig von der Unternehmenstätigkeit öffentlich Kapital, Güter oder Rechte des Publikums erwerben, um diese zu verwalten unter der Voraussetzung, daß sich der Ertrag der Anleger aus dem Gesamterlös mit Hilfe der neuen Regelung ermitteln läßt, welche sich vom Gesellschaftsvertrag unterscheidet.<sup>(161)</sup> Obwohl das Gesetz Finanz- wie auch Produktionsunternehmen betrifft, ist es in erster Linie für die ersteren konzipiert, bei denen man vier Formen unterscheiden kann:

- (1) Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo (SIM)  
(Investmentgesellschaften mit festem Kapital).

Die Tätigkeiten dieser Gesellschaften zielen ausschließlich auf den Erwerb, das Halten, die Verwaltung und die Veräußerung von Wertpapieren und anderen Finanzanlagen mittels einer entsprechenden Zusammensetzung ihrer Vermögenswerte, Risiken und Ertragsformen, ohne dabei mehrheitlich an anderen Gesellschaften beteiligt zu sein.

- (2) Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable (SIMCAV) (Investmentgesellschaften mit variablem Kapital)

In ihrer Zielsetzung mit den SIM identisch, ist das Kapital dieser Gesellschaften durch internen Satzungsbeschluß variabel regelbar, wobei das Gesetz nur den Mindest- und Höchstsatz vorschreibt. Danach kann jeder Betrag zwischen 200 und 2000 Millionen Peseten festgelegt werden. Eine Änderung des Kapitals kann durch Erwerb oder Veräußerung von gesellschaftseigenen Aktien bewirkt werden und zwar dann, wenn der Wert der Notierung den Nennwert der Aktien um wenigstens fünfzig Prozent übersteigt.

<sup>(161)</sup> Roldán Jiménez, Antonio, Resurgir de las Instituciones de Inversión Colectiva, Situación 2/1986, B.B., S. 46 ff.

(3) Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM) (Investmentfonds)  
Hierbei handelt es sich um Gesellschaften, deren Vermögen einer Vielzahl von Anlegern gemeinsam gehören. Die Eigentumsrechte an einem solchen Fonds werden durch den Besitz von Anteilscheinen verbrieft. Sie werden von Verwaltungsgesellschaften verwaltet, deren Zielsetzung derjenigen einer Investmentgesellschaft mit festem Kapital entspricht.

(4) Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM) (Investmentfonds auf dem Geldmarkt)  
Im Vergleich zu den FIM besteht die Besonderheit der FIAMM darin, daß diese sich auf kurzfristige Anlagen am Geldmarkt spezialisieren.<sup>(162)</sup>

#### 6.12. Schlußbemerkungen

Mit der Verabschiedung der Koordinierungsrichtlinie sind zugleich die Voraussetzungen geschaffen worden, um die Beschränkungen für den freien Vertrieb der Anteile von Investmentgesellschaften zu beseitigen. Dies muß gemäß Art. 57.1 spätestens ab 1. Oktober 1989 geschehen, wobei diese Frist im Falle Griechenlands und Portugals gemäß Artikel 57.3 auf den 1. April 1992 festgesetzt wurde.

Die Richtlinie des Rates 86/583/EWG<sup>(163)</sup> ermöglicht, daß Anteilscheine an Investmentgesellschaften in gleicher Weise grenzüberschreitend vertrieben werden können wie börsennotierte Wertpapiere, da sie von der Liste C in die Liste B der Anlage I der Richtlinie aus dem Jahre 1960 übernommen wurden. Allerdings können die Mitgliedstaaten durch die Berufung auf die Notstandsklausel der Artikel 108 und 109 den freien Kapitalverkehr mit Investmentanteilscheinen einstellen oder erschweren.

<sup>(162)</sup> Zur rechtlichen Regelung in anderen Mitgliedstaaten siehe: Han, Les Valeurs Mobilières en Droit Allemand, S. 277 ff; Glansdorff, Les Valeurs Mobilières en Droit Neerlandais, S. 386 ff. Stryckmans, Les Valeurs Mobilières en Droit Belge, S. 443 ff.; R. Morena und F. Argan, Les Valeurs Mobilières en Droit Italien, ebenda, S. 351 ff.

<sup>(163)</sup> Vgl. oben Kap. A, Abschnitt III 2. und 3., S. 21 ff.

Da die Richtlinie lediglich ein Mindestmaß an Sparerschutz vorschreibt, bleibt es außerdem den Mitgliedstaaten freigestellt, die Emittenten strengeren oder zusätzlichen Vorschriften zu unterwerfen, sofern diese nicht gegen die Richtlinie verstoßen. Angesichts des natürlichen Interesses aller Mitgliedstaaten, ihre Investmentfonds im Wettbewerb nicht unnötig zu benachteiligen, dürfte sich jedoch bei der Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht eine über sie hinausgehende Angleichung der Rechtsverhältnisse durchsetzen. Je strenger nämlich die Vorschriften eines Landes im Vergleich zu denen anderer Staaten ausfallen, umso weniger wettbewerbsfähig sind die Investmentfonds mit Sitz in diesem Land. In Anbetracht der Tatsache, daß die Richtlinie wichtige Vorschriften z. B. bezüglich der Werbung und der Kommerzialisierung nicht enthält, könnten die Unterschiede zwischen den Gesetzgebungen auch nach der Umsetzung der Richtlinie noch eine bedeutende Rolle spielen, wobei auch der Bereich des Steuerrechts in diese Überlegung mit einbezogen werden muß.

7. Richtlinie des Rates 88/627/EWG vom 12. Dezember 1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen.<sup>(165)</sup>

#### 7.1. Ursprünge und Zielsetzungen

Die Kommission plante bereits vor vier Jahren diese Richtlinie zu erlassen<sup>(166)</sup>, um die Anleger über bedeutende Beteiligungen und über Änderungen dieser Beteiligungen an Gesellschaften in der Gemeinschaft zu unterrichten, deren Aktien zur amtlichen Notierung an einer in der Gemeinschaft ansässigen oder tätigen Wertpapierbörse zugelassen sind.

<sup>(165)</sup> Abl. Nr. L 348/62 vom 17.12.88.

<sup>(166)</sup> Siehe ursprünglichen Vorschlag: Abl. Nr. C 351/35 vom 31.12.1985.

Aufgrund von Meinungsverschiedenheiten innerhalb des Rates der Gemeinschaft konnte diese Richtlinie bisher nicht erlassen werden. Die Richtlinie stellt damit ein Komplement zu der ersten Börsenrichtlinie dar, die bereits die Notwendigkeit von Regelungen über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen erkannte, um das Vertrauen der Anleger in den Wertpapiermarkt zu verstärken.<sup>(167)</sup>

## 7.2. Anwendungsbereich der Richtlinie

Gemäß Artikel 1 der Richtlinie sind natürliche Personen und Rechtspersonen des öffentlichen oder des Privatrechts, die unmittelbar oder über eine zwischengeschaltete Person eine Beteiligung erwerben oder veräußern, wenn dies zu einer Änderung in den Stimmrechtsverhältnissen einer Gesellschaft führt, die dem Recht eines Mitgliedstaates unterliegt und deren Aktien zur amtlichen Notierung an einer oder mehreren in einem oder mehreren Mitgliedstaaten ansässigen oder tätigen Wertpapierbörsen zugelassen sind, unterworfen.

Beteiligungen im Sinne der Richtlinie sind die erworbenen oder veräußerten Kapitalanteile der genannten Gesellschaften, wenn der von einer Person gehaltene Anteil an den Stimmrechten die Schwellen von 10%, 20%, 33,33%, 50% und 66,67% unterschreitet, erreicht oder übersteigt.

Als Erwerb einer Beteiligung ist nicht nur dessen Kauf, sondern auch jeder sonstige Erwerb ungeachtet seines Rechtsgrundes oder des angewandten Verfahrens anzusehen. Hiervon ausgenommen sind die bedeutenden Beteiligungen an Organismen für gemeinsame Anlagen.

Die Personen, die der Richtlinie unterliegen, sind nicht nur die Gebietsansässigen der Gemeinschaft, sondern auch die Gebietsansässigen von Drittstaaten.

---

<sup>(167)</sup> Vgl. hierzu Schema C, Punkt 5c der RI 79/279 und Schema A Punkt 3.2.7. der RI. 80/390.

In den Anwendungsbereich der Richtlinie fallen die börsennotierten Gesellschaften, die dem Recht eines Mitgliedstaates unterliegen. Aufgrund der Schwierigkeiten von Gesellschaften, die dem Recht von Drittstaaten unterliegen, sich an die Regelungen dieser Richtlinie anzupassen, unterliegen diese nicht der Richtlinie.<sup>(168)</sup>

Die Gesellschaften dieser Staaten müssen aber gegebenenfalls den Erwerb oder die Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung deklarieren, wenn der Drittstaat der Richtlinie ähnliche Bestimmungen erlassen hat und die Gesellschaft an einer Börse des Mitgliedstaates notiert wird aufgrund der Gleichwertigkeit der Informationen, die das Schema C, Punkt 6 der Richtlinie 79/279 vorsieht.

Gemäß dieser Bestimmung muß die Gesellschaft, deren Aktien zur amtlichen Notierung in einem oder mehreren Mitgliedstaaten und an einer oder mehreren ansässigen oder tätigen Wertpapierbörsen zugelassen sind, dem Markt des oder der Mitgliedstaaten, in denen ihre Aktien börsennotiert werden, Informationen übermitteln, die den Informationen zumindest gleichwertig sind, die sie dem Wertpapiermarkt des oder der betreffenden dritten Staaten übermittelt.

### 7.3. Inhalt der Informationspflicht

Um den Schutz der Anleger im Wertpapierbereich zu gewährleisten, sind diese über bedeutende Änderungen der Beteiligung an einer Gesellschaft in Folge eines Erwerbs oder einer Veräußerung zu informieren.

Im Einklang mit diesem Ziel sieht die Richtlinie hinsichtlich der Geltungsdauer eine allgemeine Pflicht und eine spezielle Pflicht vor bezüglich der Person, die eine bedeutende Beteiligung an einer Gesellschaft erwirbt oder veräußert und bezüglich der Gesellschaft, deren Beteiligung bedeutend geändert wurde.

Gemäß der allgemeinen Pflicht muß die Person, deren Beteiligung sich ändert und in Folge dieser Änderung der von dieser Person

<sup>(168)</sup>

Vgl. hierzu die Erklärung der Komm. um diese Gesellschaften vom Anwendungsbereich dieser Rl. auszuschließen, in der Begründung der Rl 88/627.

gehaltene Anteil an den Stimmrechten die Schwellen von 10%, 20%, 33%, 50% und 66% übersteigt, erreicht oder unterschreitet, innerhalb von 7 Tagen die Gesellschaft und die zuständigen Stellen informieren.

Die Schwellen von 10, 20, 33, 50 und 66 Prozent wurden im Einklang mit den Richtlinien bezüglich des Gesellschaftsrechts gesetzt, je nach der Auswirkung des Erwerbes oder der Veräußerung dieser Anteile für die Gesellschaft.<sup>(169)</sup>

Artikel 5 sieht rückwirkend eine spezielle Pflicht für Personen vor, die bereits vor der Umsetzung dieser Richtlinie einen Anteil von 10% an einer Gesellschaft erworben haben. Diese Pflicht besteht darin, daß bei der ersten Hauptversammlung einer Gesellschaft, die mehr als drei Monate nach Umsetzung dieser Richtlinie abgehalten wird, die Gesellschaft und die zuständigen Stellen unterrichtet werden müssen, sofern die o.g. allgemeine Pflicht nicht Anwendung gefunden hat.

Nach der Richtlinie besteht die Unterrichtung darin, den tatsächlich gehaltenen Anteil an den Stimmrechten anzugeben.

In dieser Hinsicht mußte gemäß dem Richtlinienvorschlag von 1985 der Erwerber oder der Veräußerer lediglich die Gesellschaft über das gezeichnete Kapital in seinem Besitz unterrichten. Der Vorteil dieser Regelung bestand darin, daß der Erwerber oder der Veräußerer die Gesellschaft nicht über die Höhe seines tatsächlichen Anteils an Stimmrechten zu unterrichten brauchte, was aus folgenden Gründen nicht immer leicht ist:

- (1) Einigen Aktien ist in sämtlichen Mitgliedstaaten ein doppeltes Stimmrecht zugeordnet,

<sup>(169)</sup>

Vgl. hierzu:

zu 10% Art. 7 der 7. Rl., Abl. L 193 vom 18.07.83; zu 20% Art. 17 der 4. Rl. im Zusammenhang mit Art. 33 der oben genannten 7. Rl., Abl. L 222 vom 14.08.78; zu 33% Art. 40 der 2. Rl., Abl. L 26 vom 31.01.77, zu 50%: Dieser Anteil entspricht einer totalen Kontrolle der Gesellschaft. Schon von daher ist es angebracht, daß die Gesellschaft hierüber unterrichtet wird.

Zu 66% Art. 27 und 28 der 3. Rl. Abl. L 295 vom 20.10.74 sehen eine 90%ige Schwelle vor, die in der endgültigen Fassung auf 66% herabgesetzt wurde.

- (2) in einigen Mitgliedstaaten existieren manchmal Stimmrechtsgrenzen, nach denen nur eine Person von dem Stimmrecht Gebrauch machen kann. Die Stimmrechte können sogar nach dem Objekt der Wahl variieren;
- (3) bei Emissionen von Wandelobligationen ist es schwierig die Summe an Stimmrechten zu kalkulieren.

Auch die Gesellschaft muß einer Informationspflicht nachkommen, indem sie spätestens neun Tage nach Erhalt der Erklärung durch den Erwerber oder durch den Veräußerer das Publikum des Mitgliedstaates, in dem seine Wertpapiere zur amtlichen Notierung zugelassen wurden, über bedeutende Änderungen der Beteiligungsverhältnisse unterrichtet. Diese Unterrichtung kann auch durch die zuständige Stelle erfolgen.

Die Erklärungspflicht betrifft nicht nur eigene Beteiligungen, sondern auch diejenigen von Tochterunternehmen. In diesem Sinne stellt der Artikel 8 der Richtlinie die Definition eines kontrollierten Unternehmens dar, die derjenigen der 7. Richtlinie des Gesellschaftsrechts über den konsolidierten Abschluß entspricht.<sup>(170)</sup> Parallel dazu sieht Artikel 6 für die Erwerber oder die Veräußerer, die einem Unternehmenszusammenschluß angehören, vor, daß eine Unterrichtung durch das Mutterunternehmen dieses Unternehmenszusammenschlusses ausreichend ist.

#### 7.4. Befreiungsmöglichkeiten

Die Richtlinie sieht betreffend der Pflicht der Gesellschaften zur Unterrichtung des Publikums eine Befreiungsmöglichkeit vor. Die zuständigen Stellen können nach eigenem Ermessen eine Gesellschaft von der Informationspflicht befreien, wenn sie der Auffassung sind, daß die Verbreitung der betreffenden Information dem öffentlichen Interesse zuwiderläuft oder der betreffenden Gesellschaft erheblichen Schaden zufügen würde, sofern im letzteren Fall die

---

<sup>(170)</sup> Vgl. Art. 2 der Rl. 83/349, Abl. Nr. L 193/1 vom 18.07.1983.



Nichtveröffentlichung nicht zu einem Irrtum des Publikums über die Beurteilung der betreffenden Wertpapiere hinsichtlich wesentlicher Tatsachen und Umstände führt.

Die zuständigen Stellen können gleichfalls bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung durch einen Wertpapierhändler von der Informationspflicht absehen, sofern dieser den Erwerb oder die Veräußerung in seiner Eigenschaft als Händler tätigt und mit dem Erwerb nicht versucht, auf die Geschäftsführung der betreffenden Gesellschaft Einfluß zu nehmen.

#### 7.5. Die Informationsverbreitung

Die Richtlinie bewegt sich im Rahmen des Artikels 17 der Richtlinie 79/279 über die Informationsverbreitung sowohl hinsichtlich der Art und Weise der Veröffentlichung als auch hinsichtlich der zugelassenen Amtssprache.<sup>(171)</sup>

#### 7.6. Der Kontaktausschuß

Die Aufgabe des durch Artikel 20 der Richtlinie 79/279 eingesetzten Kontaktausschusses ist in dieser Richtlinie insofern erweitert, als daß eine regelmäßige Abstimmung über konkrete Probleme erfolgen muß, die sich aus der Anwendung der Richtlinie ergeben, und als daß die Richtlinie ein Vorgehen des Ausschusses, sofern es nötig ist, durch Ergreifung strengerer oder zusätzlicher Pflichten vorsieht.

---

<sup>(171)</sup> Vgl. dazu S. 59.

8. Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, Kontrolle und Verbreitung des Prospekts, der im Falle öffentlicher Angebote von Wertpapieren zu veröffentlichen ist.<sup>(172)</sup>

### 8.1. Ursprünge und Zielsetzung

Am 2. August 1979 legte die EG-Kommission die Arbeitsunterlage Nr. 1 über einen Vorschlag für eine Richtlinie betreffend den Prospekt, der im Falle eines öffentlichen Angebotes von Wertpapieren zu veröffentlichen ist, vor. Im Laufe der Jahre folgten weitere Arbeitsunterlagen, Richtlinienvorschläge und geänderte Richtlinienvorschläge.

Nach - mit Unterbrechungen - fast zehnjährigen Erörterungen in den zuständigen EG-Gremien trat schließlich Mitte April dieses Jahres die Richtlinie für Verkaufsprospekte über Wertpapiere in Kraft, die am 17. April 1990 in nationales Recht umgesetzt werden muß.<sup>(173)</sup>

Die Richtlinie für Verkaufsprospekte über Wertpapiere soll nach dem Willen des Rates die Börsenprospektrichtlinie gewissermaßen durch eine Vorstufe ergänzen.

Dem Anleger werden bereits beim erstmaligen öffentlichen Angebot von Wertpapieren Mindestinformationen sowohl über den Emittenten als auch über die Wertpapiere selbst angeboten. Der Emittent hat diesen Forderungen nachzukommen unabhängig davon, ob die Wertpapiere später einmal amtlich notiert werden oder nicht.

Betrifft das öffentliche Angebot Wertpapiere, für die eine Zulassung zur amtlichen Notierung vorgesehen ist, so hat der Emittent bereits in dem Verkaufsprospekt qualitativ höherwertige und quantitativ umfangreichere Angaben der Art zu erbringen, wie sie sonst erst im Falle der Erstellung eines Börsenzulassungsprospekts gefordert worden wären.

<sup>(172)</sup> Abl. der EG Nr. L 124 vom 05.05.1989, S. 8 ff.

<sup>(173)</sup> Siehe Art. 26 der Rl.

Beabsichtigt der Emittent hingegen, seine im Rahmen eines öffentlichen Angebotes zu begebenden Wertpapiere nicht an einer Wertpapierbörse zur amtlichen Notierung, sondern zum "Geregelten Markt" zuzulassen, so dürfen ihm die nationalen zuständigen Stellen gestatten, weniger ausführliche Angaben über sich und die betreffenden Wertpapiere zu publizieren.

Eine weitere Zielsetzung der Richtlinie besteht darin, die Voraussetzungen dafür zu schaffen, daß ein einmal von einer nationalen zuständigen Stelle gebilligter Verkaufsprospekt, der entsprechend den Bedingungen eines Börsenzulassungsprospekts konzipiert worden ist, auch von den zuständigen Stellen anderer Mitgliedstaaten auf der Basis des Grundsatzes der gegenseitigen Anerkennung akzeptiert wird. Analog dazu soll die gegenseitige Anerkennung auch in solchen Fällen gelten, in denen Verkaufsprospekte in der weniger ausführlichen Form gestaltet werden, weil der Emittent eine Zulassung zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse nicht beabsichtigt.

Schließlich dient die Richtlinie noch dem Ziel der Reziprozität, indem gemäß den Vereinbarungen mit Drittstaaten von diesen erstellte und kontrollierte Verkaufsprospekte entsprechend dem Grundsatz der Gegenseitigkeit auch von den zuständigen Stellen in den Mitgliedstaaten als den Anforderungen der Richtlinie genügend anerkannt werden müssen, vorausgesetzt, diese Prospekte können als gleichwertig betrachtet werden.<sup>(174)</sup>

## 8.2. Anwendungsbereich der Richtlinie

Unter systematischen Aspekten wirft der Anwendungsbereich der Richtlinie sicherlich manche Frage auf. So sind beispielsweise die Prospektanforderungen im Falle eines öffentlichen Angebots zwar Gegenstand der Richtlinie, doch der Terminus "öffentliches Angebot" wird in der Richtlinie nicht erläutert. Der Rat weist nur darauf hin, daß es zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht möglich ist, für den Begriff "öffentliches Angebot" und alle seine Bestandteile

---

<sup>(174)</sup> Siehe Art. 24 der Rl.

eine gemeinsame Definition festzulegen.<sup>(175)</sup>

Der Anwendungsbereich der Richtlinie erstreckt sich letztlich nur auf Wertpapiere, die in einem Mitgliedstaat noch nicht notiert werden, sondern erstmals in diesem Mitgliedstaat Gegenstand eines öffentlichen Angebots sind.

Eine abschließende Negativauswahl bezeichnet die verschiedenen Angebote und Wertpapierarten, die unter die Richtlinie fallen.<sup>(176)</sup>

Eine Ausnahmeregelung für Euro-Wertpapiere war während der Beratungen zwischen den Partner-Staaten lange Zeit umstritten. Die deutsche Seite, die bereits frühzeitig erkannt hatte, daß eine Einbeziehung der Euro-Wertpapiere in den Anwendungsbereich der Richtlinie auch die Emission von DM-Auslandsanleihen nachteilig tangieren, wenn nicht gar behindern würde, war - lediglich unterstützt von Luxemburg - mit ihrer ablehnenden Haltung in Brüssel nahezu isoliert.<sup>(177)</sup>

Ein Durchbruch bahnte sich an, als sich im Gefolge des Big-Bang<sup>(178)</sup> in der City die Vorstellung konkretisierte, den Finanzplatz zum bedeutendsten Euro-Finanzplatz zu entwickeln und als sich Großbritannien dafür aussprach, Euro-Wertpapiere dem Anwendungsbereich der Richtlinie zu entziehen.

Die jetzt gewählte Definition stellt sicher, daß der Anwendungsbereich der Richtlinie auf solche Euro-Wertpapiere beschränkt bleibt, für die eine allgemeine Werbekampagne veranstaltet wird und die im Rahmen von Haustürgeschäften vertrieben werden. DM-Anleihen dürften damit von den Anforderungen der Verkaufsprospekt-Richtlinie weitestgehend ausgenommen sein.<sup>(179)</sup>

---

<sup>(175)</sup> Siehe dazu gemeinsamer Standpunkt des Rates vom 21.12.1988, Dok. 4017/89, S. 3.

<sup>(176)</sup> Vgl. Art. 2 der Richtlinie.

<sup>(177)</sup> Vgl. Die Arbeitsergebnisse der Gruppe für Finanzfragen vom 25. und 26. April 1988, Dok. 6704/88 vom 08.06.1988.

<sup>(178)</sup> Zum Begriff des "Big-Bang" vgl. oben a.a.O. (Anm. 57) und S. 118.

<sup>(179)</sup> Vgl. Müller, Klaus, Rl. für Verkaufsprospekte über Wertpapiere, Die Bank 7/89 S. 6.

### 8.3. Ausnahmen von der Prospektpflicht

Die Mitgliedstaaten können bei öffentlichen Angeboten von Wertpapieren von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Verkaufsprospektes befreit werden, sofern es sich dabei um Wertpapiere handelt, die von Gesellschaften oder anderen juristischen Personen begeben werden, und diese Emittenten ihre Tätigkeit unter einem Staatsmonopol ausüben. Diese Wertpapiere müssen ferner auf der Grundlage eines besonderen Gesetzes entstanden sein.

Die Mitgliedstaaten können darüber hinaus die Prospektpflicht auch einschränken, sofern die geforderten Informationen nur von untergeordneter Bedeutung sind, wenn die Angaben dem öffentlichen Interesse zuwiderlaufen oder wenn durch die Veröffentlichung dem Emittenten ein Schaden entstehen würde.

Bei alledem muß sichergestellt sein, daß durch eine Nichtveröffentlichung von Angaben die Anleger in ihrer Beurteilung der Gesellschaft und oder der Wertpapiere nicht getäuscht werden dürfen.<sup>(180)</sup>

### 8.4. Die Prospektanforderungen bei geplanter amtlicher Notiz

Ist bei der Eröffnung des öffentlichen Angebots im gleichen Mitgliedstaat bereits ein Antrag auf Zulassung der betreffenden Wertpapiere zur amtlichen Notierung gestellt, so muß der Emittent bis spätestens zu diesem Zeitpunkt einen Verkaufsprospekt veröffentlicht haben oder für die Anleger bereithalten. Der Prospekt muß in diesem Fall hinsichtlich seines Inhalts, der Bedingungen seiner Kontrolle und Veröffentlichung den Vorschriften der EG-Börsenprospektrichtlinie entsprechen.<sup>(181)</sup> Der Prospekt muß auf Kosten des Emittenten entweder durch Abdruck in mindestens einer

---

<sup>(180)</sup> Vgl. Art. 5 der Rl.

<sup>(181)</sup> Vgl. Art. 7 und 9 der Rl.

überregionalen Zeitung des Mitgliedstaates, in dem das öffentliche Angebot erfolgt oder in Form einer Broschüre an jeder Börse veröffentlicht werden.<sup>(182)</sup>

### 8.5. Prospektanforderungen bei nicht vorgesehener Notiz

Beabsichtigt der Emittent, für seine öffentlich angebotenen Wertpapiere keine oder noch keine Zulassung zur amtlichen Notierung zu beantragen<sup>(183)</sup>, so hat der Aussteller und Anbieter der Wertpapiere weniger detaillierten Prospektanforderungen als bei einer beabsichtigten Zulassung zur amtlichen Notierung zu genügen.<sup>(184)</sup>

Spätestens zum Zeitpunkt der Eröffnung des öffentlichen Angebots muß der Verkaufsprospekt, der vorher noch den zuständigen Stellen zu übermitteln ist, veröffentlicht bzw. für die Anleger zur Verfügung gehalten werden.<sup>(185)</sup>

Sollte der Emittent jedoch später einmal erwägen, für die dem öffentlichen Angebot zugrundeliegenden Wertpapiere einen Antrag auf Zulassung zur amtlichen Notierung zu stellen, dann würden die Zulassungsmodalitäten auch einen Börsenzulassungsprospekt erfordern.<sup>(186)</sup>

Das Zusammenwachsen der Märkte bedingt zunehmend Maßnahmen, die einer Deregulierung den Weg ebnen. In diesem Sinne sieht denn auch die Richtlinie vor, daß Verkaufsprospekte, die von den zuständigen Stellen eines Mitgliedstaates bereits gebilligt worden sind, vorbehaltlich erforderlicher Übersetzungen, von den anderen Mitgliedstaaten, in denen das öffentliche Angebot gleichzeitig oder annähernd gleichzeitig erfolgt, akzeptiert werden.<sup>(187)</sup>

Eine erneute Billigung des Prospektes kann ebensowenig verlangt werden wie die Aufnahme zusätzlicher Informationen. Verlangt

<sup>(182)</sup> Vgl. Art. 10.

<sup>(183)</sup> In der Bundesrepublik käme in diesem Fall der Geregelt Markt in betracht als zweites Börsensegment, in: Müller, Klaus, a.a.O. (Anm.179).

<sup>(184)</sup> Vgl. Art. 13 der Rl.

<sup>(185)</sup> Vgl. Art. 14 und 16 der Rl.

<sup>(186)</sup> Vgl. Art. 17 der Rl.

<sup>(187)</sup> Vgl. Art. 18 der Rl. analog zu Art. 17 der Rl. 79/279.

werden können lediglich spezifische Angaben über den Markt des Mitgliedstaates, in dem das öffentliche Angebot erfolgte, wie beispielsweise die steuerliche Behandlung von Erträgen.<sup>(188)</sup>

## 9. Vorschläge der Kommission

### 9.1. Geänderter Vorschlag für eine Richtlinie des Rates betreffend die indirekten Steuern auf Wertpapiergeschäfte vom 9. April 1987<sup>(189)</sup>

#### 9.1.1. Einleitung und Inhalt

Im Jahre 1976 wurde bereits ein Richtlinienvorschlag<sup>(190)</sup> bezüglich der indirekten Steuern auf Wertpapiergeschäfte vorgelegt, in dem darauf hingewiesen wurde, daß die beste Lösung zur Errichtung eines europäischen Kapitalmarktes<sup>(191)</sup> sowie zur Vermeidung von Doppelbesteuerungen und Benachteiligungen darin bestehe, diese Steuern abzuschaffen.<sup>(192)</sup>

Die Mitgliedstaaten waren jedoch nicht dazu bereit, auf diese Einnahmequelle zu verzichten und eine Harmonisierung der Steuern auf EG-Ebene ist aufgrund der deutlichen Unterschiede der Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten sehr schwierig. Zu diesem Zweck schlägt die Richtlinie Höchstsätze von 1% für Schuldverschreibungen und von 3% für die restlichen Wertpapiere vor.<sup>(193)</sup>

Durch den Richtlinienvorschlag vom 17. November 1987, der die Kapitalbewegungen sowohl beim Erwerb von Wertpapieren als auch bei der Mehrfachnotierung liberalisiert, können die Unterschiede bei

<sup>(188)</sup> Vgl. Art. 21 analog zu Art. 24a der Rl. 87/345.

<sup>(189)</sup> KOM (87) 139 endg. vom 09.04.1987.

<sup>(190)</sup> Abl. Nr. C 133 vom 14.06.1976.

<sup>(191)</sup> Vgl. die Begründung der Rl. vom 14.06.1976.

<sup>(192)</sup> Vgl. Silva de Lapuerta, La Tributacion de los Valores Mobiliarios en la C.E.E., Estudios Sobre Tributacion Bursátil, 1987, S. 105 f.

<sup>(193)</sup> Näheres dazu: Burgio, Mario, Derecho Fiscal Europeo, I.E.E., 1983, S. 158.

den Modalitäten der Anwendung der Stempelsteuer in den einzelnen Mitgliedstaaten zu bedeutenden Verzerrungen der Kapitalbewegungen auf EG-Ebene führen. Die Abschaffung dieser Steuer wird die Wettbewerbsfähigkeit der Gemeinschaft als internationales Finanzzentrum verbessern.

Die Präambel dieses Richtlinienvorschlages bezieht sich auf die Richtlinie 86/566/EWG über die Liberalisierung des Kapitalverkehrs, wodurch diese auf den Erwerb von Wertpapieren ausgedehnt wurde sowie auf den Antrag bzw. die Zulassung der amtlich notierten Wertpapiere am Kapitalmarkt. Dieser geänderte Vorschlag bezieht sich auf die Bestimmungen des sogenannten Weißbuches der Kommission zur Schaffung eines Binnenmarktes, welches sich ausdrücklich mit dem Thema beschäftigt; diesbezüglich allerdings nicht unter dem Abschnitt betreffend den Abbau der Steuergrenzen, sondern in dem Teil hinsichtlich des Abbaus der technischen Hindernisse.<sup>(194)</sup>

Artikel 1 des Richtlinienvorschlages schafft die Steuern auf Wertpapiergeschäfte ab und Artikel 2 enthält Maßnahmen, die verhindern sollen, daß die Mitgliedstaaten die Richtlinie unterlaufen, indem sie neue Steuerarten mit derselben Bemessungsgrundlage einführen. Gleichzeitig räumt Artikel 2 den Mitgliedstaaten jedoch die Möglichkeit ein, andere Steuern oder Abgaben zu erheben, die den freien Kapitalverkehr nicht behindern.

---

<sup>(194)</sup> Konkret heißt es im Weißbuch: "Die Komm. soll den Rat dazu anhalten, die zur Zeit laufenden Arbeiten hinsichtlich einer bestimmten Anzahl von Vorschlägen abzuschließen, deren Ziel darin besteht, die Hindernisse bei der Kooperation der europäischen Unternehmen abzuschaffen (steuerrechtliche der Mutter- und deren Tochtergesellschaften. Steuerrecht der Unternehmenszusammenschlüsse und Verhinderung der Doppelbesteuerung). In erster Linie soll der Rat mit der Harmonisierung der indirekten Steuern auf Wertpapiergeschäfte sowie mit dem Richtlinien-vorschlag, der die Gesellschaften in allen Mitgliedstaaten dazu ermächtigt, Verluste durch Gewinne aus früheren oder späteren Geschäftsjahren auszugleichen."



### 9.1.2. Betroffene Steuerarten

Artikel 2 des Richtlinienvorschlages präzisiert den Geltungsbereich der durch Artikel 1 abgeschafften Steuern:

Die Mitgliedstaaten sehen davon ab, Geschäfte mit Wertpapieren irgendeiner, nach dem Wert des gehandelten Papiers bemessenen Steuer zu unterwerfen, gleichviel, ob diese pauschalisiert ist oder nicht. Bei der gemeinsamen Betrachtung beider Vorschriften ist der Begriff "Wert des Papiers" hervorzuheben, denn die hierauf bezogenen Steuern müssen abgeschafft werden.<sup>(195)</sup>

Der Anwendungsbereich des Richtlinienvorschlages läßt sich wie folgt begrenzen:

- (1) Nicht betroffen sind diejenigen Steuern, die zwar anlässlich eines Wertpapiergeschäftes erhoben werden, die sich aber nicht auf den Wert des Papiers beziehen, sondern auf die Differenz zwischen Erwerbs- und Veräußerungswert<sup>(196)</sup>, deren Steuerobjekt also der Kapitalgewinn bzw. der Wertzuwachs ist.<sup>(197)</sup>
- (2) Ebensowenig sind diejenigen Steuern betroffen, die sich zwar auf den Wert der Papiere beziehen, jedoch nicht die mit ihnen abgewickelten Geschäfte, sondern die Vermögenslage des Steuerpflichtigen berücksichtigen. Dabei muß man unterscheiden zwischen dem Übergang der Wertpapiere in das Vermögen des Steuerpflichtigen, bei dem keine Steuern erhoben werden und dem Besitz der Papiere, der dazu führt, daß diese zusammen mit

<sup>(195)</sup> Martínez Lafuente, Antonio, Proyecto de Directiva Sobre Supresión de los Tributos que Gravan la Transmisión de Títulos Valores, Noticias C.E.E., 1987, S. 89 ff.

<sup>(196)</sup> Über das spanische Steuersystem bzgl. natürlicher Personen vgl. folgende Vorschriften: Art. 20 Gesetz 44/1978 über Vermögenszuwachs vom 08.09.1978 und dessen Änderungen durch Gesetz 48/1985 vom 27.12.1985. Bzgl. Gesellschaften vgl. Art. 15 des Gesetzes 61/1978 vom 27.12.1978.

<sup>(197)</sup> Zu diesem Aspekt des Steuerrechts bezüglich der Geschäfte mit Wertpapieren vgl. Domínguez, Rodicio, Los Incrementos y Disminuciones Patrimoniales Desde una Perspectiva Constitucional, 1987, S. 321 ff.

den übrigen Vermögenswerten des Steuerpflichtigen zur Vermögenssteuer veranlagt werden.<sup>(198)</sup>

- (3) Kompatibel mit der Richtlinie sind Steuern, die sich nur auf das Dokument beziehen, und zwar unabhängig von dem Wert des betreffenden Papiers.<sup>(199)</sup>

Der Vorschlag erwähnt ausdrücklich drei Fälle der Kompatibilität:

- (1) Die durch die Richtlinie Nr. 69/335/EWG<sup>(200)</sup> festgelegte Gesellschaftssteuer auf die Ansammlung von Kapital,
- (2) die Besitzwechselsteuer auf Grundstücke, wenn der Erwerber infolge von Geschäften mit Beteiligungspapieren an Gesellschaften, Fonds, Vereinigungen oder anderen juristischen Personen, deren Vermögen ganz oder teilweise aus in ihrem Hoheitsgebiet gelegenen Grundstücken besteht, das gesamte Vermögen oder eine solche Stellung erlangt, daß es diese Gesellschaften, Fonds, Vereinigungen oder sonstige juristische Personen beherrscht. In diesem Fall wird die Besitzwechselsteuer hier auf den durch entsprechende einzelstaatliche Rechtsvorschriften bestimmten Wert der Grundstücke erhoben,
- (3) die Mehrwertsteuer auf Gesellschaftsanteile und Aktien, deren Besitz rechtlich oder faktisch die Übereignung oder Nutzung von Grundstücken oder Grundstücksteilen sichert.

---

<sup>(198)</sup> Vgl. Carazo, Clavijo, La Tributación de los Títulos Valores en el Impuesto Sobre el Patrimonio. Estudios Sobre Tributación Bursátil, 1987, S. 49 ff.

<sup>(199)</sup> So sind z.B. gemäß Art. 45 des Gesetzes vom 30.12.1980 betreffend die Geschäfte mit Wertpapieren in Spanien die Gebühren betroffen, die bei der Erstellung der Besitzurkunde von Wertpapieren durch vereidigte Börsenagenten erhoben werden.

<sup>(200)</sup> Richtlinie des Rates 69/335 EWG vom 17.07.1969 betreffend die indirekten Steuern auf die Ansammlung von Kapital. Abl. Nr. 249/25 vom 03.10.1969.

Litera (1) dient nur der Abgrenzung zwischen den Geschäften mit Wertpapieren und der Unterzeichnung der Papiere entweder bei der Gründung von Gesellschaften oder bei der Durchführung einer Kapitalerhöhung. Die Unterschiede zwischen beiden Fällen sind sowohl in der bürgerlichen Steuergesetzgebung als auch in der Rechtslehre genau abgegrenzt.<sup>(201)</sup>

Die Steuer, die die Richtlinie 69/335/EWG regelte, ist keine Steuer, die auf Geschäfte mit Wertpapieren erhoben wird<sup>(202)</sup>, sondern sie wird bei der Gründung einer Gesellschaft oder bei einer Kapitalerhöhung fällig. In den beiden unter (2) und (3) beschriebenen Fällen wird ebenfalls von Kompatibilität gesprochen, da es sich nicht um Steuern handelt, die auf den Wert des Papiers erhoben werden, sondern auf den Wert eines Grundstücks. Im Gemeinschaftsrecht wird dieser Fall durch die Richtlinie 77/388 EWG betreffend die Mehrwertsteuer geregelt.<sup>(203)</sup>

## 9.2. Änderung des Vorschlags für eine Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte<sup>(204)</sup>

Das Ziel der Richtlinie, durch die Verhinderung von Geschäften, die auf Insider-Informationen beruhen, zum ordnungsgemäßen Ablauf des Wertpapiermarktes beizutragen, dient im wesentlichen dem Schutz derjenigen Anleger, zu deren Lasten der Insider-Vorteil geht. Dabei orientiert sie sich an den Grundsätzen der Chancengleichheit und wirkt so einer Verfälschung der Markttransparenz entgegen. Durch die Richtlinie nehmen die in dem Wohlverhaltenskodex verankerten "Ergänzenden Grundsätze" Nr. 8 und 9 Gestalt an. Eine Harmonisierung auf EG-Ebene scheint hier wohl die wichtigste

<sup>(201)</sup> Vgl. Martínez Lafuente, Antonio, Directriz Comunitaria de 17 de julio de 1969, Regularadora del Derecho da Aportación, Crónica Tributaria, Nr. 30, 1979, S. 131 ff.

<sup>(202)</sup> Vgl. Silva de Lapuerta, a.a.O. (Anm.192) S. 109 ff.

<sup>(203)</sup> In Spanien ist diese Problematik durch das Gesetz 50/1977 vom 14.12.1977, de Medidas Urgentes para la Reforma Fiscal, geregelt.

<sup>(204)</sup> KOM (88) 549 endg. vom 04.09.1988.

Rechtfertigung dieses Vorschlages zu sein, dessen Ziel sowohl in der Gewährleistung gleichwertiger Angebotsgarantien an den verschiedenen Märkten der Gemeinschaft als auch in der Überwindung des Zustandes ohne Regeln in den meisten Mitgliedstaaten besteht. (203)

(205) Lediglich Dänemark, Frankreich und Großbritannien haben diesbezüglich strafrechtliche Regelungen verabschiedet. So stellen in Frankreich seit 1967 die Geschäfte auf eigene Rechnung von jedweder Art von Insidern, die das Ziel verfolgen, Nutzen aus Insider-Informationen zu ziehen (delit d'initiés), eine Straftat dar. Das Gleiche gilt für die Verbreitung falscher Informationen, um dadurch falsche Preise vorzutäuschen. Der Ausschuß für Börsengeschäfte hat weitgehende Untersuchungsbefugnisse, um die Verstöße, die auf dem Markt vorkommen können, zu kontrollieren. Es gibt nur sehr wenige Fälle von Strafanträgen.

In Großbritannien stellen die Geschäfte auf eigene Rechnung von Insidern, die Insider-Informationen ausnutzen, seit 1980 eine Straftat dar. Durch die letzte Finanzreform wurden dem Ministerium für Industrie und Handel weitreichende Befugnisse zur Aufdeckung und Verfolgung von Betrugsfällen verliehen. - Die Situation in Italien ist teilweise mit der in Frankreich vergleichbar. Eine entsprechende Regelung enthält Art. 2.622 des BGB. Auch wenn diese Vorschrift in das BGB aufgenommen wurde, ist sie ihrer Natur nach doch strafrechtlich. Sie findet nur auf Verwaltungsratsmitglieder und auf Vorstandsvorsitzende Anwendung, nicht jedoch auf andere Insider. Damit eine Bestrafung vorgenommen werden kann, muß des weiteren die Bedingung erfüllt sein, daß das betreffende Geschäft der Gesellschaft Schaden zufügen kann. - In der Bundesrepublik Deutschland gibt es eine Insiderhandelsrichtlinie, kraft derer sich die am Marktgeschehen Beteiligten dazu verpflichten, die Insider-Informationen, von denen sie Kenntnis haben, nicht auszunutzen. Das Zuwiderhandeln hat jedoch keine strafrechtlichen Sanktionen zur Folge. - In den Niederlanden existiert ebenfalls ein Wohlverhaltenskodex für die Amsterdamer Börse.

Belgien, Irland und Niederlande bereiten zur Zeit Gesetzgebungsmaßnahmen vor. - In Spanien regelt das Gesetz über den Wertpapiermarkt (Ley del Mercado de Valores) 28/1988, vom 28.07.1988, (B.O.E. Num. 181 vom 29.07.1988). erstmalig die Insidergeschäfte. Unter dem Titel VII über die Geschäftsregeln gibt Artikel 81 eine Definition über Insiderinformationen sowie über die Verhaltensregeln für Insider. Beide fallen in den Anwendungsbereich des Vorschlages der Kommission. Unter Insidern versteht man sowohl diejenigen, die am Wertpapiermarkt beruflich tätig sind als auch diejenigen, die in direkter oder indirekter Weise über Insiderinformationen verfügen könnten. Artikel 99 betrachtet die Taten von natürlichen oder juristischen Personen als schwerwiegende Straftat, wenn sie sich nicht gemäß dem Wortlaut von Art. 81 von der Übermittlung von Insiderinformationen fernhalten. Über den Stand der Gesetzgebung betreffend Insider-Geschäfte siehe: Podlinski, Willfred, Insider - Deutsche und Europäische, Die Bank 8/81, S. 382 ff; Will, R. und Klopt, Klaus,

Rechtsgrundlage für den geänderten Richtlinienvorschlag ist der Artikel 100a Absatz 1 des Vertrages, der den Rat ermächtigt die Maßnahmen zur Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten, die die Errichtung und das Funktionieren des Binnenmarktes zum Gegenstand haben, zu ergreifen. Hierbei handelt es sich um die erste Neuerung dieses Änderungsvorschlages gegenüber dem ursprünglichen Vorschlag, der auf Artikel 54.3g und Artikel 58 basierte. Die Änderung der Rechtsgrundlage ist sinnvoll, da Artikel 100a dem Ziel der Richtlinie entspricht und er eine stärkere Basis als der Wortlaut des Artikels 54.3g bietet, der lediglich vorsieht, daß der Rat, soweit erforderlich, die Schutzbestimmungen koordiniert, die in den Mitgliedstaaten im Sinne des Artikels 58.2 im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten.

Der Begriff "Insidergeschäft" im Sinne der Richtlinie setzt voraus, daß Insiderinformationen ausgenutzt werden. Der Umstand, daß ein Market-Maker oder eine am Wertpapiermarkt beschäftigte Person, die befugt ist als Contrepartie zu handeln oder ein Broker über Insiderinformationen verfügt (Primärinsider), (wobei erstere Person lediglich ihre normale Tätigkeit des An- und Verkaufs von Wertpapieren ausübt und letzterer einen Auftrag ausführt) kann nicht als Ausnutzung von Insiderinformationen gewertet werden. Desgleichen kann der Umstand, daß Transaktionen allein mit dem Ziel vorgenommen werden, den Kurs von neu emittierten oder im Rahmen eines Sekundärangebotes gehandelten Wertpapieren zu regulieren, nicht als Ausnutzung von Insiderinformationen gewertet werden.

Trotz der gravierenden Schwierigkeit auf verschiedenen Rechtsgebieten und des Widerstandes der Bundesrepublik, die traditionsgemäß für eine nichtrechtsverbindliche Insiderregelung eingetreten

ist, einigte sich am 18. Juli der Rat einstimmig auf einen gemeinsamen Standpunkt zum Richtlinienvorschlag.<sup>(206)</sup>

Diesem Standpunkt zufolge ist der Anwendungsbereich der Richtlinie erweitert, und es sind die Begriffe genauer definiert.

So hat der Rat den Anwendungsbereich auf die Objekte, die den Insidergeschäften unterliegen können, erweitert. Nach dem geänderten Vorschlag bezieht sich die Richtlinie sowohl auf Wertpapiere und handelbare Optionen als auch auf die diese Werte betreffenden Rechte und auf Finanzinstrumente mit fester Laufzeit.

Der Kreis der Personen, die nicht am Wertpapiermarkt beruflich tätig sind (Sekundärinsider), wurde ebenfalls erweitert. Der Kommissionsvorschlag bezog sich nur auf Sekundärinsider, die eine Insiderinformation unmittelbar von einem Primärinsider erhalten hatten. Gemäß dem gemeinsamen Standpunkt (Art. 4) werden grundsätzlich alle Sekundärinsider erfaßt, gleichgültig, ob sie die Insiderinformation unmittelbar oder mittelbar erhalten haben.<sup>(207)</sup>

Ferner wird die Zusammenarbeit zwischen den zuständigen Behörden der einzelnen Mitgliedstaaten erheblich ausgedehnt, und die Richtlinie erlangt somit vor allem bei grenzüberschreitenden Insidergeschäften eine größere Wirksamkeit (Art. 10).

Artikel 1 der Richtlinie liefert eine neue Definition der Insiderinformationen, um Interpretationsschwierigkeiten zu vermeiden. Unter Insiderinformationen sind nun "nicht öffentlich bekannte präzise Informationen" zu verstehen und nicht mehr "der Öffentlichkeit nicht zugängliche oder nicht verfügbare hinreichend präzise Informationen", wobei aufgrund von öffentlichen Angaben erstellte Bewertungen nicht als Insiderinformationen angesehen werden können.

---

(206) Vgl. etwa die Frontstellung der Bundesregierung gegen den Vorschlag der Insider-Richtlinie vom Mai 1987, die u.a. die Einrichtung von Überwachungsbehörden hinsichtlich verschiedener Aspekte des Aktienhandels regeln soll, da die Bundesregierung wie die Börsen und Banken den nationalen privaten Ehrenkodex für ausreichend halten. Vgl. dazu "Der Platow-Brief", Nr.83 vom 05.08.1988 und dort Ausführungen unter den Überschriften "Tausziehen um Insider-Richtlinie" und "Der Brüsseler Insider-Begriff ist weit gefaßt".

(207) Vgl. gemeinsamer Standpunkt des Rates vom 18.07.1989, 7832/89 im Zusammenhang mit Art. 2 und 3 des geänderten Richtlinienvorschlages.

Auch die Frage der Sanktionen ist klarer umfaßt worden, da der ursprüngliche Vorschlag keine Vorschrift vorsah, sondern lediglich eine allgemeine Pflicht für die Mitgliedstaaten, Vorschriften zu erlassen, um die Verstöße, die aufgrund der Richtlinie zu ahnden sind. (208)

Der Standpunkt des Rates präziserte jetzt die Reichweite der Sanktionen wo es nunmehr heißt, daß "die Sanktionen so weit gehen müssen, daß sie einen hinreichenden Anreiz zur Einhaltung der Vorschriften darstellen" und modifizierte die rigorose Formulierung der Kommission, wonach "die Sanktionen so abschreckend sein müssen, daß die Einhaltung der Vorschriften gewährleistet ist".

Trotz dieser Änderung ist keine Konkretisierung der Reichweite von Sanktionen eingetreten. Sie ist somit vollkommen der Interpretation der zuständigen Stelle des jeweiligen Mitgliedstaates überlassen. Die Kommission hat sich mit dieser neuen Fassung einverstanden erklärt, da sie der Ansicht ist, daß damit das von ihr angestrebte Ziel erreicht werden kann.

Sicherlich kann man die Ansicht vertreten, daß mit dem vom Rat verabschiedeten gemeinsamen Standpunkt Insidergeschäfte wirkungsvoll bekämpft werden können, solange die Mitgliedstaaten den Pflichten der Richtlinie nachkommen, um die Transparenz der Wertpapiermärkte zu erhöhen und diesbezüglich den amerikanischen und japanischen Wertpapiermärkten gleichzustehen. (209)

---

(208) Hierzu gab es bei einigen Delegationen Widerstand, insbesondere bei der Delegation der Bundesrepublik, die die Auffassung vertrat, daß eine explizite Gesetzgebung für Sanktionen nicht notwendig sei, da jede am Wertpapiermarkt tätige Person in angemessener Weise ihren Beruf ausüben sollte. Diese Auffassung schließt jedoch Sekundärinsider nicht mit ein, da sie keinen Geschäftsregeln unterliegen und sie ist nicht ausreichend für die südeuropäischen Börsensysteme, die streng von privatrechtlichen Organisationen abzugrenzen sind. Da heute die Unterschiede zwischen den verschiedenen Börsensysteme geringer geworden sind, stellen diese Koordinierungsmaßnahmen einen Schritt zu einem gemeinsamen europäischen Wertpapiermarkt dar.

(209) In den USA ist der Schutz gegen Insider-Geschäfte weitaus besser entwickelt, da dort der Oberste Gerichtshof häufig Urteile auf die weitreichende Auslegung der Regel "in pro delicto" stützt in Klagen bezüglich der Wertpapiere, die in Abs. 10 (b) der Securities Exchange Acts von 1934 und in der Bestimmung 10 b. 5 genannt werden. Siehe: Tapia Hermida, Alberto, Responsabilidad de los brokers para con los inversores en el derecho americano, RDBB 1986, S. 678 ff.

### 9.3. Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über Wertpapierdienstleistungen<sup>(210)</sup>

Vor zehn Jahren bereitete die Kommission einen Richtlinienentwurf zur Koordinierung der Vorschriften betreffend die Zulassung zur Ausübung der Tätigkeit eines Börsenmaklers vor.<sup>(211)</sup>

Der Richtlinienentwurf zielte darauf ab, die Hindernisse bezüglich der Niederlassungsfreiheit der Börsenmakler, die Staatsangehörige der Gemeinschaft sind, im Wege der Harmonisierung der Bedingungen abzubauen, die an die Börsenmakler für ihre Niederlassung gestellt werden.

Zehn Jahre später ist es der Kommission gelungen, einen Richtlinienentwurf zu erlassen, der sowohl die Niederlassungsfreiheit als auch die Dienstleistungsfreiheit ermöglicht.

In dieser Hinsicht ist das Hauptziel dieses Richtlinienentwurfs die Festlegung eines Zulassungsverfahrens für Personen, die eine oder mehrere der in seinen Anwendungsbereich gehörenden Dienstleistungen (z.B. Anlageberatung, Maklertätigkeit, Eigenhandel oder Portfolio-Verwaltung) erbringen wollen. Mit einer solchen Zulassung erhält diese Person (als Wertpapierunternehmen in der Richtlinie bezeichnet)<sup>(212)</sup> die Erlaubnis, die betreffende Dienstleistung in der Gemeinschaft grenzüberschreitend zu erbringen oder Zweigniederlassungen in den anderen Mitgliedstaaten zu errichten, ohne daß sie dazu einer weiteren Zulassung bedürfte (Herkunftsland-Zulassung).

In dieser Beziehung ist der Vorschlag über Wertpapierdienstleistungen als ein wesentlicher Folgeschritt zum Kommissionsvorschlag für die zweite Bankrechtskoordinierungsrichtlinie<sup>(213)</sup> anzusehen, in dem für Kreditinstitute die gleiche Freiheit, Dienstleistungen

<sup>(210)</sup> KOM (88) 778 endg. vom 16.12.1988.

<sup>(211)</sup> DOK. KOMM. XV/14179 vom 21.02.1979.

<sup>(212)</sup> Vgl. hierzu Teil II der Rl., insbesondere Artikel 4 und 5.

<sup>(213)</sup> KOM (88) 715 endg. vom 16.02.1988.



zu erbringen und Zweigniederlassungen zu errichten, vorgesehen ist und zwar auch im Zusammenhang mit Wertpapiertransaktionen.

Artikel 12.3 des Vorschlages sieht hierzu die Bedingungen hinsichtlich der Wertpapiertransaktionen vor. Bis zur weiteren Koordinierung der Aufsichtsregeln über die Risiken aufgrund offener Positionen dürfen die zuständigen Behörden des Aufnahmelandes die notwendigen Maßnahmen ergreifen, um den in anderen Mitgliedstaaten zugelassenen Kreditinstituten aufzuerlegen, daß sie die geeigneten Vorkehrungen gegen die Marktrisiken treffen, denen sie aufgrund ihrer Wertpapiertransaktionen ausgesetzt sind.

Allerdings ist heutzutage die Gründung von Bankzweigniederlassungen in den Mitgliedstaaten, in denen die Banken als Makler operieren dürfen, von geringerer Bedeutung, da sich der Wertpapierhandel der Banken auf ihre inländischen Filialen an den Herkunftsmärkten konzentriert. Da das Netz der europäischen Bankfilialen bisher wenig genutzt worden ist, stellt der Vorschlag für eine Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen einen geeigneten Beitrag dar, um den Handel mit Aktien zu europäisieren.

In dieser Hinsicht enthält der Vorschlag eine wesentliche Auflage, um das Prinzip des Herkunftslandes zu realisieren. Dieses Prinzip zielt darauf ab, einen echten Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen zu schaffen aufgrund der Anerkennung der von den Behörden des Herkunftsmitgliedstaates erteilten Zulassung durch die anderen Mitgliedstaaten. Es zielt ferner darauf ab, daß, wenn möglich, ausschließlich die Aufsichtsorgane des Herkunftsmitgliedstaates zuständig sind für:

- (1) die Überwachung der finanziellen Gesundheit der Wertpapiergesellschaft und
- (2) die Kontrolle über die sonstigen wesentlichen aufsichtsrechtlichen Auflagen und Geschäftsregeln durch die Wertpapiergesellschaft.

zu (1): Betreffend die Überwachung der finanziellen Gesundheit des Wertpapierunternehmens wird in der vorgeschlagenen Richtlinie bestimmt, daß die Eigenmittel, auf deren Basis die Zulassung

erteilt wurde, nach der Zulassung nicht unter ihren anfänglichen Stand fallen dürfen. Die Behörden des Mitgliedstaates, in dem die Gesellschaft ihren Sitz hat, müssen kontrollieren, ob diese Auflage eingehalten wird.

Die Kommission beabsichtigt ferner, die Auflagen über die Absicherung der Wertpapierunternehmen gegen das Marktrisiko, das mit den unter die Richtlinie fallenden Tätigkeiten verbunden ist, zu koordinieren. Auch in diesem Falle ist die Einhaltung der Auflagen von den Aufsichtsbehörden des Herkunftslandes zu überwachen.<sup>(214)</sup>

zu (2): Betreffend die Kontrolle enthält die Richtlinie eine Reihe von Schutzvorschriften, insbesondere zum Anlegerschutz, deren Beachtung von jetzt an ausschließlich von den Aufsichtsstellen des Herkunftslandes zu überwachen ist. Insbesondere ist in der Richtlinie vorgeschrieben, daß alle Mitgliedstaaten zum Schutz der Anleger bei Konkurs oder Zahlungsunfähigkeit einer Wertpapiergesellschaft einen Ausgleichsfonds errichten. In bezug auf die Ausgleichssysteme gelten auch für die Zweigniederlassungen von in anderen Mitgliedstaaten zugelassenen Wertpapiergesellschaften die Regeln des Aufnahmelandes und für eine im Wege des Dienstleistungsverkehrs ausgeübte Tätigkeit die Regeln des Herkunftslandes.

Die Zuständigkeit für die Regelung der Beziehungen zwischen den Wertpapiergesellschaften und ihren Kunden (Geschäftsregeln) wird im derzeitigen Stadium nicht den Behörden des Herkunftsmitgliedstaaten übertragen. Zur Zeit bestehen zwischen den Mitgliedstaaten erhebliche Unterschiede in bezug auf den Inhalt derartiger Regeln und auf die Art und Weise, wie sie angewandt werden.<sup>(215)</sup> Beträchtliche weitere Harmonisierungsbemühungen sind erforderlich, damit die Anwendung dieser Regeln der Kontrolle durch das Herkunftsland unterstellt werden kann.

Bis zur weiteren Harmonisierung wird den Interessen der Anleger am besten dadurch entsprochen, daß die Zuständigkeit für die Geschäftsregeln zunächst bei den Behörden des Aufnahmelandes verbleibt. Dies entspräche auch dem Urteil des Gerichtshofes der

<sup>(214)</sup> Vgl. hierzu: Begründung der KOM zur Rl.

<sup>(215)</sup> Vgl. hierzu die Ausführung dieser Probleme S. 186 ff.

Europäischen Gemeinschaft in der Versicherungsrechtssache 205-/84 (Kommission gegen Bundesrepublik Deutschland).<sup>(216)</sup> So ist in Artikel 13.1 der Richtlinie vorgesehen, daß die Geschäftsregeln des Aufnahmelandes, insbesondere die Regeln zum Anlegerschutz, bis auf weiteres auf Wertpapiergesellschaften aus anderen Mitgliedstaaten angewandt werden können, sofern sie im Interesse des Gemeinwohls gerechtfertigt sind. Dieser Artikel ist mit Artikel 19 der zweiten Bankrechtskoordinierungsrichtlinie identisch.<sup>(217)</sup>

Des weiteren sieht der Richtlinienvorschlag die Liberalisierung des Zuganges zur Börsenmitgliedschaft im Aufnahme-Mitgliedstaat für Wertpapiergesellschaften vor, die in ihrem Herkunfts-Mitgliedstaat zur Erbringung der betreffenden Dienstleistungen zugelassen worden sind. Die zwei Genehmigungen, zum einen die Zustimmung der Börse des Herkunftslandes, daß die Maklergesellschaft eine Filiale im Ausland gründen darf und zum anderen die Bereitschaft der Börse des Aufnahmelandes, diese zuzulassen, erübrigen sich somit.

#### 9.4. Vorschlag für eine Richtlinie des Rates zur Änderung der Richtlinie 80/390/EWG hinsichtlich der gegenseitigen Anerkennung des Börsenprospekts<sup>(218)</sup>

Der Ministerrat genehmigte am 21. Dezember 1988 einen gemeinsamen Standpunkt zu dem Vorschlag für eine Richtlinie über den im Falle öffentlicher Angebote für Wertpapiere zu veröffentlichenden Prospekt.<sup>(219)</sup>

Diese Richtlinie wird nach ihrem Inkrafttreten von den Mitgliedstaaten die gegenseitige Anerkennung des Prospekts für ein öffentliches Angebot verlangen, das in zwei oder mehreren Mitgliedstaaten gleichzeitig oder annähernd gleichzeitig unterbreitet wird. Voraussetzung ist, daß dieser Prospekt von den zuständigen

<sup>(216)</sup> Rl. 205/84 vom 16.12.1986.

<sup>(217)</sup> KOM (88) 715 endg. vom 16.02.1988.

<sup>(218)</sup> KOM (89) 133 endg. vom 22.03.1989.

<sup>(219)</sup> Gemeinsamer Standpunkt, SE (89) 107 endg. vom 21.12.1988.

Stellen des Heimatmitgliedstaates gebilligt worden ist und weitgehend den in der Richtlinie 80/390 EWG über den Börsenprospekt<sup>(220)</sup> niedergelegten Anforderung hinsichtlich der Verbreitung der Angaben entspricht. Die Richtlinie über den Prospekt für öffentliche Angebote sieht drei Möglichkeiten vor:

- (1) Der Antrag auf Zulassung zur amtlichen Notierung wird in einem der Mitgliedstaaten gestellt, in denen das öffentliche Angebot unterbreitet wird (Artikel 7).
- (2) Der Antrag auf Zulassung zur amtlichen Notierung wird in einem anderen als den Mitgliedstaaten gestellt, in denen das öffentliche Angebot unterbreitet wird (Artikel 8).
- (3) Das öffentliche Angebot wird unterbreitet, ohne daß gleichzeitig ein Antrag auf Zulassung zur amtlichen Notierung gestellt wird. Der entsprechende Prospekt wird jedoch dessen ungeachtet von den zuständigen Stellen gebilligt und entspricht in bezug auf die Verbreitung der Angaben den Anforderungen. (Artikel 12).

In allen drei Fällen muß der von den zuständigen Stellen der Heimatmitgliedstaaten gebilligte Angebotsprospekt von den Aufnahmemitgliedstaaten anerkannt werden.<sup>(221)</sup>

<sup>(220)</sup> Zur Analyse dieser Richtlinie siehe S. 52 ff.

<sup>(221)</sup> Einige Delegationen, insbesondere diejenige aus Großbritannien, hatten bedeutende Schwierigkeiten hinsichtlich der Anerkennung des Prospekts, der in einem anderen Mitgliedstaat gebilligt worden ist. Der Grund hierfür war, daß in Großbritannien eine Gesellschaft, um zur amtlichen Notierung am Sekundärmarkt zugelassen zu werden, für die letzten fünf Jahre einen Abschluß mit Gewinn vorlegen muß. Die Rl. sieht hierfür aber nur einen Zeitraum von drei Jahren vor. Das bedeutet aber, daß ein Unternehmen die Zulassung in einem anderen Mitgliedstaat erhalten könnte, um seinen gebilligten Prospekt dann in Großbritannien anerkennen zu lassen. Dies würde wiederum eine Benachteiligung von Gesellschaften mit Wohnsitz in Großbritannien zur Folge haben. In diesem Fall kann nur die Umsetzungsfrist der Rl. für die Gesetzgebung von Großbritannien helfen. Vgl. UK fears effects of mutual recognition Directive, European Report, Nr. 1521 vom 07.09.1989, S. 5.

Nach Artikel 20 und 21 der Richtlinie über den Prospekt für öffentliche Angebote muß daher ein derartiger Prospekt als übereinstimmend mit den einschlägigen Bestimmungen der Aufnahmemitgliedstaaten, in denen das öffentliche Angebot erfolgt, angesehen werden, ohne daß er dort in irgendeiner Weis gebilligt zu werden braucht und ohne daß er zusätzlichen Bedingungen unterworfen wird. Der Vorschlag sieht auch die gegenseitige Anerkennung für die Fälle vor, in denen die Zulassung nur in einem Mitgliedstaat beantragt wird.

Dieser zusätzlichen Maßnahmen bedarf es, weil die Richtlinie von 1987 die gegenseitige Anerkennung des Prospekts für öffentliche Angebote nur in bestimmten Fällen vorsieht und zwar dann, wenn die Notierung in mindestens zwei Mitgliedstaaten beantragt wird, von denen einer von dem öffentlichem Angebot betroffen sein muß.<sup>(222)</sup> Die gegenseitige Anerkennung muß innerhalb von drei Monaten, vom Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotsprospekts an gerechnet, erfolgen, was dem in Artikel 24 der Richtlinie 87/345 festgelegten Zeitraum entspricht.

Durch diesen Vorschlag wird der Anwendungsbereich der für den Angebotsprospekt vorgesehenen gegenseitigen Anerkennung erweitert, weil dieser Prospekt nicht nur im Falle öffentlicher Angebote überall in der Gemeinschaft, sondern auch für die Zulassung zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse in jedem Mitgliedstaat verwendet werden kann. Dies ist ein wichtiger Schritt in Richtung auf die Schaffung des Binnenmarktes für Wertpapiere in der Gemeinschaft.

Es mag auf den ersten Blick überflüssig erscheinen, den in Artikel 12 der Richtlinie über den Prospekt für öffentliche Angebote genannten Fall, daß zum Zeitpunkt der Unterbreitung des öffentlichen Angebotes kein Antrag auf Zulassung zur amtlichen Notierung vorliegt, zu behandeln. Ein Antrag auf Zulassung könnte jedoch auch innerhalb der folgenden drei Monate gestellt werden, und dann sollte die gegenseitige Anerkennung des Prospekts gewährleistet sein.

---

<sup>(222)</sup> Vgl. Art. 24b der Rl. 87/345/EWG, ABl. Nr. 6/85 vom 04.07.1987.

## KAPITEL C: AUF DEM WEGE ZUR VERFLECHTUNG DER EUROPÄISCHEN BÖRSEN. PROBLEME UND ZIELSETZUNGEN

### I. DIE BEDEUTUNG UND DIE VERFLECHTUNG DER NATIONALEN EFFEKTENMÄRKTE UND DIE VORTEILE DER SCHAFFUNG EINES GEEINTEN EUROPÄISCHEN MARKTES MIT INTERNATIONALEM CHARAKTER

Allgemein betrachtet könnte man einen verflochtenen<sup>(223)</sup> Markt als einen Markt bezeichnen, auf dem Kauf- und Verkauforder für Wertpapiere in einer Wechselbeziehung stehen.

Theoretisch tritt dieser Zustand auf einem Markt auf, der sich im Gleichgewicht befindet, auf dem die Aufträge immer zum "bestmöglichen Preis" aufgegeben werden, also zu dem Preis, der auf dem Markt bei vollständiger Konkurrenz entsteht (ohne daß marktverfälschende Drittfaktoren auftreten).

In der Praxis ist die Wirksamkeit der wechselseitigen Kräfte des Marktes zunächst von der Auftragseite her bestimmt. Sie erfordert die Anwendung von Systemen, welche den Börsenmitgliedern<sup>(224)</sup> und den Beteiligten des Effektenmarktes die Informationsbeschaffung und Auftragsübermittlung erleichtern.

Keine der Dispositionen des EWG-Vertrages über den Kapitalverkehr (Art. 67 - 73) zieht spezifische Wertpapiere in Betracht, welche darauf abgestimmt wären, ein System der wechselseitigen Verflechtung von Märkten zu schaffen. Dessen Errichtung ist jedoch von größter Bedeutung, einmal ganz abgesehen davon, daß ohne ein solches System viele Ziele, die im Vertrag vorgesehen sind, wie z.B.

(223) Der Terminus Verflechtung wurde gewählt, weil er im Verhältnis zum Terminus Integration ein wesentliches Minus ist. Vgl. z.B. Die Anwendung des Begriffes in dem Bericht der Komm., Symposium "Auf dem Weg..", a.a.O. (Anm. 72) S. 6. Siehe auch "Die Schaffung ...", a.a.O. (Anm. 40).

(224) Zur näheren Erläuterung des Begriffs Börsenmitglied, Vgl. Ausführungen unter Kapitel C, Abschnitt IV, S. 134.

die Freiheit der Wahl der Niederlassung und die Verwirklichung eines wirksamen Wettbewerbs, nicht realisiert werden können. Andererseits können auch allgemeinere Ziele der Gemeinschaft, wie ein konstantes und ausgeglichenes Wirtschaftswachstum nicht ohne den Versuch der Verflechtung ihrer Märkte erreicht werden. Nicht umsonst lautet der Auftrag, der die EG-Kommission veranlaßte, für die europäischen Börsen unterschiedliche Richtlinien auszuarbeiten:(225)

"Artikel 2 der Römischen Verträge sieht vor, die Entwicklung des Wirtschaftslebens in der Gemeinschaft zu harmonisieren. Um dieses Ziel zu erreichen, müssen ausreichend Kapitalmittel verfügbar und die Kapitalquellen hinreichend diversifiziert sein, damit die Investitionen im gemeinsamen Markt auf rationellste Weise finanziert werden können."

Somit sprechen drei wichtige Gründe für die Verflechtung des europäischen Effektenmarktes:

- (1) das Ziel des Binnenmarktes unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten,
- (2) die Konzentration und das stetige Wachstum der europäischen Unternehmen, die ihre Finanzierungsmöglichkeiten auf eingeschränkter, nationaler Ebene wahrnehmen,
- (3) die nationale Enge der Wertpapierbörsen Europas im Vergleich zu Weltbörsen wie New York oder Tokio.(226)

Vom Standpunkt des Anlegers aus betrachtet bietet die Öffnung des Marktes Gewinnchancen, zumal er die Vorteile eines größeren, transparenten Marktes ausnutzen kann.(227) Darüber hinaus könnten

---

(225) Freiherr von Oppenheim, Alfred, Harmonisierung des Börsenrechts, Die Bank 9/1979, S. 417 f.

(226) Vgl. Hassels, Jean-Michel, a.a.O. (Anm. 64) S. 30 ff.

(227) Vgl. Carrión, Pedro, a.a.O. (Anm. 60) S. 120.

sich Änderungen im Sparverhalten der Anleger ergeben, wenn erstens durch einen verflochtenen Markt die Marktverhältnisse stabilisiert würden und zweitens, wenn durch die freie Wahl des Anlageortes die Palette der Anlageformen erweitert werden würde.<sup>(228)</sup> Andererseits würde dies die Streuung der europäischen Investitionen auf dem internationalen Euro-Dollar-Markt, Verteilermarkt für Kapital aus den Mitgliedsländern der EG auf Unternehmen in Drittländern, in denen die Funktionsweise der Märkte nicht der Reglementierung der EG-Staaten entspricht, verhindern.<sup>(229)</sup>

Die Bedeutung der integrierten Märkte wurde anlässlich des Symposiums "Auf dem Wege zu einer europäischen Börse" hervorgehoben.<sup>(230)</sup> Herausgestrichen wurde die geringe Bedeutung der Effektenmärkte in der Gemeinschaft mit Ausnahme von London, insbesondere des variablen Rentenmarktes im Vergleich zu den bedeutenden Märkten außerhalb der Gemeinschaft vor dem Hintergrund der Investitionsströme, über welche die europäischen Volkswirtschaften verfügen. Darüber hinaus sind die Wertpapiertransaktionen zwischen den Mitgliedstaaten noch entwicklungsbedürftig, verglichen mit dem hohen Maß gegenseitiger Integration in anderen Bereichen.<sup>(231)</sup>

Auf dem Wege zu einem europäischen Effektenmarkt bleiben noch viele Einzelaufgaben zu lösen. Sie sind nicht minder wichtig als die Herstellung eines europäischen Konsenses in der Grundsatzfrage, und erst ihre Lösung würde die Integration zum Abschluß bringen. Als wichtige Aufgaben seien hier folgende herausgegriffen:

---

(228) Gehrman, Dieter, Stand der Kapitalmarktliberalisierung in der EWG, in: Wirtschaftsdienst 1972, S. 263 ff.

(229) Picot, Georges hob hervor, daß, wenn der Kapitalmarkt der EG, innerhalb dessen der Effektenmarkt eine bedeutende Rolle spielt, gemeinschaftliche europäische Mechanismen hervorbringe, diese eine langfristige Anlage des Kapitals in Europa zugunsten der europäischen Investoren oder Unternehmen garantieren könnten. Le Marché Financier Européen, Banque Nr. 284, 1970, S. 317 ff.

(230) Kommission der EG, "Auf dem Weg..." a.a.O. (Anm. 72) S. 6, vgl. oben Kap. A., Abschnitt III, S. 37.

(231) Ebenda, S. 15 ff.



- (1) die Bestimmungen für Börsenmitglieder,
- (2) die Harmonisierung der unterschiedlichen Handelssysteme an den Börsen der Gemeinschaft,
- (3) die Überwachung der Börsenmitglieder,
- (4) die steuerlichen Ungleichheiten,
- (5) die Verflechtung von Informationstechnologien.

## II. DIE VERSCHIEDENEN BÖRSENSYSTEME DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFT

Das auffälligste Merkmal der Börsen innerhalb der Europäischen Gemeinschaft ist die Verschiedenartigkeit der jeweiligen Strukturen und Börsensysteme. Sie erklärt sich aus den unterschiedlichen Ursprüngen der Rechtsordnungen.

### 1. Klassifizierung der Börsensysteme nach der Natur der Normensetzung

Die verschiedenen Börsensysteme lassen sich bezüglich des Wechselverhältnisses zwischen hoheitlicher und berufsständischer Normensetzung in drei Organisationsmuster aufgliedern. Die Einteilung ist hauptsächlich geographischer Art, jedoch liegt ihr eine tiefgehende Aufspaltung zugrunde:

- (1) Man kann ein nordeuropäisches Börsensystem in Großbritannien, Irland und den Niederlanden erkennen, das durch eine ausgeprägte privatrechtliche Organisation gekennzeichnet ist. Das System macht vor allem von den Bestimmungen des Vereinsrechts und des Vertragsrechts Gebrauch. Der Staat hält sich fast völlig fern, jedoch erkennt er die privaten Organisationen an und gewährt ihnen mitunter einzelne Vorrechte.

(2) Demgegenüber ist das südeuropäische Organisationsmuster, welches die Staaten Frankreich, Griechenland, Italien, Spanien und Portugal umfaßt, ein eher staatliches System, das streng von der privatrechtlichen Organisation abzugrenzen ist. Die Leitung der Börsen liegt in den Händen einer berufsständischen Körperschaft, die aus Börsenmaklern besteht, die Zwangsglieder sind. Der Staat sorgt für die Unterbringung seiner Emissionen und behält sich ein Interventionsrecht bei der Ernennung und Abberufung der Börsenmakler vor. Der allgemeine Organisationsrahmen wird durch den Gesetzgeber abgesteckt. Hierbei werden Zuständigkeiten an untergeordnete Organe weitergegeben, nämlich an staatliche und berufsständische Stellen.

(3) Zwischen beiden Modellen liegt das System von Belgien, Luxemburg und der Bundesrepublik Deutschland. Dieses Börsensystem wird durch eine gewisse Verflechtung hoheitlicher und berufsständischer Interventionen gekennzeichnet. Dabei beschränkt sich der Staat darauf, die erforderlichen technischen und körperschaftlichen Grundlagen bereitzustellen und die Börsenleitung rechtlich oder zumindest faktisch an die berufsständischen Organe zu delegieren. Der Staat selbst beteiligt sich nicht an der Börsenleitung, behält sich aber das Recht vor, die Ausübung der Befugnisse durch die berufsständischen Organe zu kontrollieren.<sup>(232)</sup>

## 2. Einteilung der Börsensysteme nach ihrer mitgliedschaftlichen Struktur

In Bezug auf die Mitgliedschaftssysteme lassen sich die Börsen der Europäischen Gemeinschaft wiederum in drei Gruppen einteilen:<sup>(233)</sup>

<sup>(232)</sup> Vgl. Wymeersch, Eddy, Die Effektenmarktaufsicht..., a.a.O. (Anm. 68) S. 152 ff.

<sup>(233)</sup> Hall, Michael/Duncan, Malcom, a.a.O. (Anm. 73) S. 27.

- (1) Die Makler-Börsen, an denen sich die Geschäfte der Mitglieder auf provisionsorientierte Mittlergeschäfte beschränken und bei denen in dem meisten Fällen diese Funktionen satzungsmäßig verankert sind. Griechenland, Frankreich, Italien und Spanien fallen unmittelbar unter diese Kategorie und mit geringfügigen Abweichungen auch Belgien. Obwohl eine finanzielle Beteiligung an den Börsenunternehmen durch außenstehende Dritte gestattet wird, beschränkt sich die Geschäftsführung streng auf die Börsenmakler, wobei Banken ausdrücklich von jeder Form der Assoziierung ferngehalten werden.<sup>(234)</sup>
- (2) Die Bank-Börsen, für die der Verband der deutschen Börsen ein klassisches Beispiel bietet. In der Bundesrepublik Deutschland übernehmen die Banken im Rahmen des Börsengesetzes, des Depotgesetzes und des Kreditwesengesetzes in vollem Umfang die Funktionen der Börsenmakler auf dem Wertpapiermarkt.
- (3) Die Börsen, bei denen die Mitgliedschaftsstruktur aus einem Kompromiß zwischen den beiden oben geschilderten Typen besteht, sind jene, an denen die Makler sowie die Banken Mitglieder sein können (Niederlande und Luxemburg) oder an denen die Makler gleichzeitig Banken sein dürfen (Dänemark). Auch das System Großbritanniens läßt sich letztgenannter Kategorie zuordnen, wobei nur Geschäftsbanken, im Unterschied zu Industriebanken, Wertpapiergeschäfte tätigen können.<sup>(235)</sup>

---

<sup>(234)</sup> Vgl. dazu ausführlicher für den Fall Frankreich unten, Kap. C. Abschnitt IV. 3.2. Die Reformen, die die meisten Börsen zur Zeit durchführen, lassen diese strenge Klassifikation nicht mehr zu.

<sup>(235)</sup> Vgl. dazu Bolsa de Madrid, Nr. 40, 1985, S. 10 f.

### 3. Klassifizierung europäischer Börsen nach dem Wertpapier-handelsmodell

Vorbehaltlich unterschiedlicher Regelungen im Detail existieren in Europa zwei Handelssysteme, und zwar das Auktionssystem und das Market-Maker-System, nach dem zur Zeit ausschließlich an der Londoner Börse gehandelt wird.<sup>(236)</sup>

- (1) Das Auktionssystem (auction system) funktioniert auf der Basis des Wettbewerbs von Angebot und Nachfrage innerhalb eines genau festgelegten Ortes (Börsensaal), und zwar derart, daß sich der Transaktionspreis zwischen Angebot und Nachfrage einpendelt. Dieses System könnte man das "Börsenmodell" nennen, wenn man darunter das Börsenkonzept im traditionellen Sinn versteht. Es beinhaltet folgende Charakteristika:

Die Verkaufsangebote und die Ankaufsnachfragen gelangen durch die Börsenmitglieder an die Börse. Transaktionen, die vom Marktpreis abweichen, sind untersagt oder zumindest stark eingeschränkt, und der Vertrag wird gewöhnlich "face to face" abgeschlossen, d. h. durch Zuruf ("à la criée") oder konkludentes Zeichen. Auch andere Systeme finden Anwendung, z.B. das Kassensystem, das mit Hilfe eines Computers und unter Berücksichtigung der eingehenden Verkaufs- und Ankaufsaufträge automatisch den Kurs festlegt.

- (2) Beim Market-Maker-System wird der Preis der Transaktion nicht aus dem Resultat des Gesamtaufkommens von Angebot und Nachfrage ermittelt, sondern für jede Transaktion einzeln ausgehandelt. Dies geschieht deshalb, weil der Market-Maker zunächst auf eigene Rechnung ankauft, um dann an andere Market-Maker oder Marktteilnehmer weiterzuverkaufen. Die Market-Maker haben also eine marktbestimmende Katalysatorfunktion, indem sie

---

<sup>(236)</sup> Ureta Domingo, Juan Carlos, Las Instituciones del Mercado Financiero Broker, Dealer y Sociedades Instrumentales, in: Curso de Introducción... a.a.O. (Anm. 160) S. 813 ff.

laufend die Preise bekanntgeben, zu denen sie die zur Notierung zugelassenen Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen bereit sind. Diese An- und Verkaufspreise (bid and ask prices) werden mit Hilfe von Terminals und Bildschirmen angezeigt bzw. übertragen, zu denen die übrigen Marktmitglieder Zugang haben. Ist ein Börsenteilnehmer am Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers zu dem Preis, den ein Market-Maker anbietet, interessiert, so setzt er sich telefonisch mit diesem in Verbindung und verhandelt mit ihm über den Umfang und den Preis der Transaktion. Es gibt somit kein institutionalisiertes Bekanntgabesystem von Angebots- und Nachfragepreisen, die im Unterschied zum Auktionssystem lediglich quasi-verbindlichen Charakter haben. Im übrigen ist der Market-Maker gehalten, die Transaktion im Rahmen des angezeigten Angebots abzuschließen.

Das Market-Maker-System garantiert keinen einheitlichen Marktpreis. Ein Maklerbericht, der ebenfalls via Bildschirm bekanntgegeben wird, rundet das Informationsangebot für die Börsenteilnehmer ab.

In diesen organisatorischen und rechtlichen Unterschieden der Börsenstrukturen der Mitgliedstaaten liegt eines der größten Hindernisse für die wirkungsvolle Integration der europäischen Effektenmärkte sowie einer der Hauptgründe für die Entstehung paralleler Märkte, die am Börsengeschäft vorbei abgewickelt werden.

### III. DIE GLOBALEN TENDENZEN DER EFFEKTMÄRKTE

Seit einigen Jahren befinden sich die nationalen und internationalen Finanzmärkte in einer stürmischen Entwicklung. Dies hat zu institutionellen Veränderungen auf dem Wertpapiersektor, vor allem im Bereich der Verbriefung von Kreditforderungen und bei der Schaffung neuer Finanzierungsinstrumente, zu neuen Geschäftsformen des Terminhandels und in nicht wenigen Staaten zu Änderungen der Marktorganisation geführt. Folgende allgemeine Tendenzen auf den Effektenmärkten können festgehalten werden:

#### 1. "Institutionalisation"

Der Schwerpunkt der Transaktionen hat sich in steigendem Maße von individuellen Anlegern auf institutionalisierte Börsenteilnehmer (Versicherungsgesellschaften, Investmentgesellschaften, Rentenfonds, Banken) verlagert.<sup>(237)</sup>

#### 2. "Securitisation"

Von dem englischen Begriff für Wertpapiere "securities" abgeleitet ist damit der Vorgang gemeint, durch den das traditionelle Instrument der Finanzbeschaffung, der Kredit, zunehmend durch eine Kapitalaufnahme auf dem Wege der Emission von Effekten ersetzt wird, wodurch eine breite Streuung des Ausfallrisikos erzielt wird.

<sup>(237)</sup> Es ist schwierig, den genauen Umfang dieser Tendenz zu bestimmen, aber es hat sich gezeigt, daß 1929 die kleinen Transaktionen von einzelnen Anlegern etwa 20 % des Gesamtvolumens der New Yorker Börse ausmachten, wohingegen es 1981 nur 2 % waren. Siehe Engel, Louis/Loyd, Brendan, How to buy stocks, New York 1983, S. 99.

### 3. "Deregulation"

Der Begriff "Deregulation" ist im Prinzip als Erleichterung der Handelsvorschriften mit Effekten zu interpretieren. Er darf aber nicht zu dem Mißverständnis Anlaß geben, daß damit eine Verminderung der normativen Garantien im Handel mit Effekten oder eine Abkehr von den Grundprinzipien des Anlegerschutzes einhergeht. Der Begriff "Deregulation" ist vielmehr in einem wirtschaftlichen Sinne zu verstehen. Er kommt in der größeren Flexibilität der Börsenteilnehmer bei ihren Geschäften mit Wertpapieren zum Ausdruck. So können etwa Market-Makers auf eigene Rechnung tätig werden, und die Vermittlerprovision wird nicht mehr gesetzlich festgelegt (freie Provisionen). Die größere Handelsfreiheit findet ein Korrektiv in einer intensiveren Marktüberwachung seitens der Aufsichtsbehörden, um Betrug zu verhindern.

Einen sehr eindeutigen und aktuellen Fall stellt die Reform des englischen Effektenmarktes dar (der sogenannte Big-Bang), bei der sich zusammen mit einer größeren Flexibilität der Geschäftstätigkeit ein komplettes Aufsichtssystem etabliert hat, an dessen Spitze die "Securities and Investment Board" als externes Markt-Kontrollorgan steht.

### 4. Internationalisierung der Märkte

An dieser Stelle seien beispielsweise die Eurobonds und die neu entwickelten Euro-Equities oder der ebenfalls neu aufkommende Global-Equity-Market<sup>(238)</sup> genannt (zur Zeit gibt es bereits mehr als 200 Aktien, die an den Börsen verschiedener Länder gehandelt werden).

---

<sup>(238)</sup> Siehe unten Kap. C. Abschnitt IX, S. 178 f.

## 5. Einfluß neuer Technologien auf die Märkte

Die neuen Technologien wirken sich zwar innerhalb der verschiedenen Marktsysteme unterschiedlich aus, aber ihre Bedeutung für die Zukunft des europäischen und internationalen Wertpapierhandels ist überragend.

Diese fünf Tendenzen sind untereinander eng verknüpft. Dabei sind insbesondere die erste und die letzte Tendenz hervorzuheben, von denen sich die drei anderen mehr oder weniger ableiten lassen.

## IV. DIE RECHTSSTELLUNG DER BÖRSENMAKLER, DIE AUF DEN WERTPAPIERMÄRKTEN DER MITGLIEDSTAATEN GESCHÄFTE ABWICKELN

### 1. Einleitung

Ihrem Wesen nach könnte man unter dem Begriff "Börsenhändler" alle Personen, Organisationen und Institutionen zusammenfassen, die durch ihre Tätigkeit dazu beitragen, daß die Ersparnisse einer Volkswirtschaft in an der Börse handelbaren Papieren angelegt werden. Demnach wären es also nicht nur die Börsenagenten, sondern auch die Anlageberater, Vermögensverwalter, Wertpapierabteilungen der Kreditinstitute, Investment- und Versicherungsgesellschaften. Normalerweise erfordern alle genannten Kategorien von Vermittlungstätigkeiten eine genauere Klassifizierung im Hinblick auf die Börsenordnungen der EG-Länder im Vergleich. Aber zwei genau voneinander abgegrenzte Gruppen lassen sich generell unterscheiden:

- (1) Börsenmakler oder -agenten heißen jene, die ihre Tätigkeit ausschließlich innerhalb der Grenzen der Institution Börse ausüben.
- (2) Unter Börsenmitgliedern oder -vermittlern versteht man die übrigen natürlichen oder juristischen Personen, die von ver-



schiedenen Bereichen aus zu einem besseren Funktionieren des Marktes beitragen.<sup>(239)</sup>

In diesem Abschnitt soll jedoch nur die Analyse der Stellung des Börsenagenten durchgeführt werden, des Mittlers par excellence, des hauptberuflich Beauftragten der Börsenvermittlung, der eine wesentliche Rolle bei der Abwicklung des Effektenhandels auf allen derzeit bestehenden organisierten Märkten spielt.

## 2. Der Begriff des Börsenmaklers und dessen verschiedene Erscheinungsformen

Der Richtlinienentwurf zur Koordinierung der Zulassungsvoraussetzungen für die Ausübung der Tätigkeit des Börsenmaklers<sup>(240)</sup> gibt folgende Definition: Börsenmakler ist jede "natürliche oder juristische Person, die befugt wird, Geschäfte mit Effekten auf dem offiziellen Markt einer Wertpapierbörse abzuwickeln" (Art. 1). Diese allgemeine Definition beinhaltet indes vielfältige Varianten bezüglich der Rechtsstellung, Kompetenzen und der Voraussetzungen der verschiedenen Börsenmakler, die auf den offiziellen Märkten der EG-Mitgliedstaaten tätig sind.

Folgende Maklertypen können gemäß einer groben Einteilung unterschieden werden, wobei der Umfang ihrer Geschäfte berücksichtigt wird:

- (1) Als "broker" wird eine natürliche oder juristische Person bezeichnet, welche als Vermittler zwischen Käufer und Verkäufer bei Wertpapiergeschäften tätig ist und dafür eine Handelsgebühr erhält. Der Broker ist als "Agent" tätig, das heißt, er handelt nicht auf eigene Rechnung, nicht einmal vorübergehend. Seine Tätigkeit beschränkt sich darauf, zwei

---

(239) Vgl. Fernández, Flores, Los Intermediarios Bursátiles: Problemática Actual y Perspectivas Futuras, ICE 4/1983, S. 18.

(240) Dok, Kom., XV/66/77, vom 05.10.1978.

komplementäre Positionen (Kauf - Verkauf) zu dem Preis zusammenzubringen, der für beide Seiten annehmbar ist.<sup>(241)</sup>

- (2) Im Gegensatz dazu wird diejenige natürliche oder juristische Person als "dealer" bezeichnet, die auf eigene Rechnung und auf eigenes Risiko handelt. Dabei nimmt sie eigene Positionen ein und hat demzufolge ständig einen eigenen Bestand an Wertpapieren. Das bringt ein "Bestandsrisiko" (inventory risk) mit sich, das den dealer letztlich von dem Broker oder dem einfachen Makler unterscheidet.

Es ist nicht seine vorrangige Aufgabe, sein Wertpapiervermögen möglichst rentabel anzulegen oder zu verwalten. Der dealer ist ein Wertpapiervermittler, der bei seiner Mittlertätigkeit als Verwahrer agiert und gleichzeitig mit diesem Wertpapierbestand handelt. Dabei bietet er "Contreparties" auf dem Markt an, die Liquidität schaffen und macht damit seinen Gewinn.<sup>(242)</sup>

Heute wird es immer schwieriger, die verschiedenen Arten von Vermittlern auf dem Markt voneinander abzugrenzen, denn de facto treten die großen "Broking Houses" gleichzeitig als Broker und als Dealer auf.

- (3) Zugleich ist eine neue Art von Vermittlern aufgekommen, der "market-maker". Dieser unterhält nicht nur einen eigenen Bestand an Wertpapieren, sondern bietet ständig einen eigenen Preis, zu dem er bereit ist zu kaufen oder zu verkaufen. Das zweite Merkmal unterscheidet ihn vom Dealer. Dabei schafft er nicht nur Liquidität auf den Markt, sondern er schafft einen Markt, auf dem er zu seinem eigenen Preis handelt.<sup>(243)</sup>

---

<sup>(241)</sup> Siehe dazu: Ureta, Domingo, Juan-Carlos, in: Curso de Introducción... a.a.O. (Anm. 160) S. 813 ff; Michael, Knowles, El Broker de Divisas en Londres, ICE Nr. 614, 12/1984, S. 29 und 33 f.

<sup>(242)</sup> Über eine Analyse dieser Handelsmodalität, vgl. Näheres, De Benito Enrique José, La Reforma Deseable, Ideas Empresariales Nr. 19, 1/1988, S. 6.

<sup>(243)</sup> Roldán, Jiménez, Antonio, Reformas en Algunos Mercados de Valores, Situación, B.B. 4/1986; S. 100.

### 3. Untersuchung der Stellung der Börsenmakler in einigen Mitgliedstaaten:

#### 3.1. Großbritannien

In Großbritannien ist eine große Änderung bezüglich der Organisation der Effektenmärkte eingetreten, die zu einem großen Teil auf dem Statut der Börsenmakler beruht.

An der Londoner Börse waren seit jeher zwei Mitgliedergruppen tätig: Die Jobber, die Wertpapiere ausschließlich für eigene Rechnung handelten und ihr Einkommen aus der Differenz zwischen den von ihnen gestellten An- und Verkaufspreisen (spread) erzielten und die Broker, welche die Anschaffung und Veräußerung von Wertpapieren vermittelten. Aufträge wurden den Brokern durch das Publikum, institutionelle Investoren oder Banken erteilt. Für ihre Tätigkeit erhielten sie eine Provision, deren Mindesthöhe festgelegt war. Die strikte Trennung von Jobber und Broker ohne eigenen Wertpapierbestand wurde mit dem angenommenen Interessengegensatz zwischen auf eigene Rechnung und am Kundeninteresse agierenden Börsenmitgliedern begründet.<sup>(244)</sup>

Als 1979 in Großbritannien die Kapitalverkehrsbeschränkungen aufgehoben wurden, zogen sich als Folge der hohen Transaktionskosten vor allem institutionelle Anleger vom Handel an der Londoner Börse zurück und wickelten ihre international orientierten Geschäfte über ausländische Banken ab, die günstigere Konditionen bieten konnten.

Durch diesen Prozeß sank der Umsatz an der Londoner Börse rapide, und es setzte ein Konzentrationsprozeß bei den selbständigen Jobbergesellschaften ein, der dazu führte, daß 1986 nur noch dreizehn Firmen überlebten.<sup>(245)</sup>

<sup>(244)</sup> Vgl. Bremer, Heinz, Grundzüge des deutschen und ausländischen Börsenrechts, Berlin 1968, S.192; Götz, R.J, Big Bang und die deutschen Börsen, Institut für Kapitalmarktforschung, Frankfurt 1987, S. 8 f. für eine weitgehende Analyse: siehe: Bourdillon, Christopher, Le Big-Bang; révolution au déroute, Banque Nr. 467, 12/1986, S. 1068 ff.

<sup>(245)</sup> Weichert, Der Big-Bang in London und seine Konsequenzen für den deutschen Wertpapierhandel, Kiel, 1987, S. 7 f, zitiert nach: Schwark, Eberhard, Gutachten über die Stellung des Kursmaklers im

Allein wegen dieser Marktsituation war eine umfassende Börsenreform notwendig geworden. Aber auch ein 1979 angekündigtes Gerichtsverfahren des britischen Kartellamtes verlangte nach Reformen.

Das System der festen Mindestprovisionen der Broker, das auf der strikten Funktionstrennung zwischen Jobber und Broker beruhte sowie die engen Mitgliedschaftsregeln der Börse, wurden vom Office of Fair Trading für wettbewerbswidrig gehalten. In einer außergerichtlichen Einigung zwischen Regierung und Börsenvorstand im Jahre 1983 wurden daraufhin die wesentlichen Änderungen im Börsenwesen vereinbart, die am 27. Oktober 1986 (Big-Bang) Wirksamkeit erlangten:

- die Freigabe der Makler-Provisionen, insbesondere der Verzicht auf Mindestkommissionen im Wertpapierhandel.
- Die Aufhebung der strikten Funktionstrennung von Jobbern und Brokern. Schon vorher war in mehreren Stufen zugelassen worden, daß sich außerbörsliche Unternehmen an den Mitgliedsunternehmen der Börse beteiligen durften;
- die Öffnung des Marktes für staatliche Wertpapiere (gilt-edged). Seit dem Big-Bang sind auf diesem Markt siebenundzwanzig Approved Gilt Dealer als Market-Maker tätig;
- die Einführung einer staatlichen Aufsicht über den gesamten Wertpapierhandel durch fünf Selbstverwaltungskörperschaften (Self-Regulating Organizations - SROs) und anerkannte Berufseinrichtungen (Recognized Professional Bodies - RPBs), die ihrerseits dem Securities and Investment Board (SIB) unterstehen.<sup>(246)</sup> Die Einzelheiten sind im Financial Services Act 1986, Kapitel 60, geregelt.

---

deutschen Börsenwesen (unter besonderer Berücksichtigung der Wertpapierhandelsysteme der USA, GB und F), Bochum, 29.02.1988, S. 25.

(246) Weichert, a.a.O. (Anm. 245) S. 18 ff., Götz, a.a.O. (Anm. 244), S. 17 ff.

Market-Maker oder Broker bedürfen grundsätzlich einer Genehmigung durch die Aufsichtsgremien.<sup>(247)</sup> Der für einen bestimmten Wert registrierte Market-Maker ist rechtlich verpflichtet, während der Börsenzeit An- und Verkaufspreise für eine bestimmte Menge von Wertpapieren zu nennen und entsprechende Geschäfte abzuschließen.<sup>(248)</sup>

Die Preisfestsetzung für bids und offers durch den Market-Maker erfolgt aufgrund einer Einschätzung des Marktes und der eigenen Risiken. Dies kann zu Kursschwankungen führen, die durch die Handelspositionen des Market-Makers, aber nicht durch die allgemeine Marktsituation verursacht werden. Der Market-Maker betreibt von sich aus keine Kurspflege, aber dadurch, daß er zur Erhöhung des Handelsumsatzes beiträgt, kann seine Tätigkeit auch stabilisierend wirken.

Die Krise des Wertpapierhandels im Oktober 1987 stellte für die Market-Maker eine Herausforderung dar. Auf der einen Seite haben sie in dieser Phase ihre Tätigkeit in erheblichem Umfang weitergeführt und dadurch hohe Verluste erlitten<sup>(249)</sup>, auf der anderen Seite sind sie zum Teil ihren Verpflichtungen als Market-Maker nicht nachgekommen: So nahmen sie Telefonanrufe nicht entgegen, um sich Geschäftsabschlüssen zu entziehen.<sup>(250)</sup>

Das Londoner Market-Maker-System stellt wegen der hohen Provisionen für individuelle Investoren und des erforderlichen Kontroll-

---

(247) Siehe Sect. 3, Subchapter II Financial Services Act. 1986, Chapter 60.

(248) Schwark, Eberhard, a.a.O. (Anm. 245) S. 27.

(249) Thomson, The Times von 23.11.1987, S. 25.

(250) Vgl. Russell-Walling/Farmbrough, Financial Weekly vom 22.10.1987, S. 25, die von einem "habit in a falling market" sprechen, zitiert nach Schwark, Eberhard, Gutachten, a.a.O. (Anm. 245), S. 35.

aufwandes nicht unbedingt ein Modell dar.<sup>(251)</sup> Die Bewertung des Systems ist dabei von der Art des Marktes und der Gruppe der Investoren abhängig.<sup>(252)</sup>

### 3.2. Frankreich

Die französischen Börsen sind kraft Gesetz vom 22.01.1988 durch die beherrschende Stellung der "agents de change" gekennzeichnet. Der Artikel 76 des französischen Handelsgesetzbuches (Code de Commerce) überträgt den Maklerunternehmen das Kursmaklermonopol<sup>(253)</sup> und die Vermittlung von Wertpapiergeschäften. Der Grund dafür war, die Unabhängigkeit der Agents de Change von Banken und Investoren zu gewähren und dabei die Kursfeststellung zu garantieren. Die Maklerunternehmen (Sociétés de Bourse) sind gleichzeitig juristische Personen, die mit öffentlichen Aufgaben betraut sind und private Kaufleute.<sup>(254)</sup> Sie allein sind die Mitglieder der Börse.

Die Sociétés de Bourse haben die zentrale Aufgabe, Kauf- oder Verkaufsaufträge von Wertpapieren abzuwickeln, die entweder von ihnen selbst eingeholt oder von Bankvertretern abgegeben werden.<sup>(255)</sup>

---

(251) Untersuchungen der Börse haben gezeigt, daß die Provisionen zwar bei Großgeschäften institutioneller Investoren signifikant herabgesetzt wurden, sie bei kleineren Aufträgen individueller Anleger aber gestiegen sind, so z.B. von 1,26% auf 1,43% bei Geschäften von 2000 bis 10000 Pfund, von 0,72% auf 0,86% bei Geschäften von 10000 bis 20000 Pfund. The Stock Exchange, Quality of markets quarterly, Oktober 1987, S. 13 - 15, zitiert nach Schwark, Eberhard, Gutachten, a.a.O. (Anm. 245), S. 35; ebenso, Fall Out before the explosion, The Economist, 25-31/10, 1986, S. 88.

(252) Schwark, Eberhard, Gutachten, a.a.O. (Anm. 245) S. 36ff.

(253) Näheres dazu: Rabut, Albert, Le Droit des Bourses de Valeurs et des Agents de Change, 1983, S. 219 ff, zitiert nach Schwark, Eberhard, Gutachten, a.a.O. (Anm. 245), S. 57.

(254) Ebenda 119 ff. Vgl. auch Bogaty, Thierry, Le Nouvel Economist, Nr.575, 16/1987, S. 62 ff.

(255) Vgl. Art. 5 ff. Loi Nr. 88-70 vom 22.01.1988, J.O. vom 23.01.1988.

Die Agents de Change waren ursprünglich aufgrund ihrer neutralen Stellung nicht befugt, Geschäfte auf eigene Rechnung abzuschließen. Dieses Verbot ist schrittweise überwunden worden, anfänglich für Geschäfte außerhalb der Börsenzeiten, danach auch für den Freiverkehr (Second Marché).<sup>(256)</sup> Außerbörsliche Geschäfte in notierten Werten konnten jedoch nicht zu den zuletzt notierten Kursen abgewickelt werden.<sup>(257)</sup>

Seit der Börsenreform im Januar 1988 ist es den Börsenagenten gestattet worden, als "contrepartie" zu agieren.<sup>(258)</sup>

Tatsächlich ist eine wesentliche Umformung der bisherigen Verhältnisse eingeleitet worden. Sie besteht einmal darin, daß die als natürliche Personen oder in der Form der Personengesellschaft agierenden Agents de Change in juristische Personen umgewandelt wurden, an denen sich schrittweise Banken und andere Finanzinstitutionen bis zu einhundert Prozent beteiligen können.<sup>(259)</sup>

Die Börsengesellschaften übernehmen weitgehend die Aufgaben der Börsenmakler:

- das Vermittlungsmonopol für alle zum Handel zugelassenen Wertpapiere und die Vermittlung von Termingeschäften und Wertpapieroptionen,
- die Vermögensverwaltung,
- die Gründung und Verwaltung von Kapitalanlage- und Investmentgesellschaften,
- die Ausführung von Geschäften mit Selbsteintritt.

Dadurch sind vor allem die Eigenmittel der betreffenden Maklerunternehmen erhöht worden, während sich die Finanzinstitutionen

<sup>(256)</sup> Rabut, Albert, a.a.O. (Anm. 253), S. 35.

<sup>(257)</sup> Die Pariser Börse, 1985, S. 2; vgl. ferner Art. 162 ff Des Reglements Général de la Compagnie des Agents de Change, vom 01.10.1987.

<sup>(258)</sup> Vgl. Art. 1 Loi Nr. 88-70 vom 22.01.1988.

<sup>(259)</sup> Das Kapital der Börsengesellschaften kann schrittweise (30% bis zum 01.11.1988; 40% bis zum 01.01.1989 und 100% bis zum 01.10.1990) gemäß dem im März mit den Börsenmaklern vereinbarten Zeitplan von Banken und Finanzgesellschaften von institutionellen Anlegern und sogar von Industrie und Handelsgesellschaften erworben werden, in: Presse und Informationsabteilung der Französischen Botschaft vom 04.05.1988.

einen Einblick in die Geschäftstätigkeit der Makler verschaffen.<sup>(260)</sup>

Auf diese Weise haben die früheren Agents de Change nicht die Rechtspflichten eines Market-Makers übernommen, d. h. sie sind nicht verpflichtet, An- und Verkaufspreise zu bieten, sondern nur berechtigt, als Vertragspartner aufzutreten. Eine Ausnahme gilt für den Optionshandel in Aktien und für die dreizehn "spécialiste en valeurs du trésors", die seit Ende 1986 als Market-Maker für Staatsanleihen agieren.<sup>(261)</sup>

Das Vermittlungsmonopol der Maklerunternehmen (Sociétés de Bourse) in allen börslichen Marktsegmenten Orders auf einem zentralen Markt auszuführen, bleibt erhalten. Allerdings gilt das Monopol weder im Freiverkehr noch bei nicht börsenorientierten Werten und auch nicht bei Wertpapierkäufen zwischen Privatpersonen.<sup>(262)</sup>

Die französische Regierung strebt die Aufrechterhaltung des Börsensystems an, um die Aufspaltung der Märkte in einen Börsenmarkt und einen außerbörslichen Market-Maker-Markt zu vermeiden.<sup>(263)</sup>

### 3.3. Die Bundesrepublik Deutschland

Die Börsenmakler sind in der Bundesrepublik in zwei Gruppen einzuteilen:

Die Frei- und die Kursmakler. Da beide Gruppen eine Vermittlungsfunktion ausüben, stehen sie in einem scharfen Konkurrenzverhältnis zueinander.<sup>(264)</sup> In der Art ihrer Geschäftstätigkeit, vor allem aber in ihrer rechtlichen Stellung, weisen sie bedeutensame Unterschiede auf.

<sup>(260)</sup> Vgl. Liberation and Trepidation, Euromoney, August 1987, S. 140 ff., zitiert nach Schwark, Eberhard, Gutachten, a.a.O. (Anm. 245), S. 60.

<sup>(261)</sup> Bogaty, Thierry, a.a.O. (Anm. 254) S. 62.

<sup>(262)</sup> Rapport, Chinaud, Roger, Senat: 44 (1987/1988) vom 14.10.87, S. 87 f.

<sup>(263)</sup> Ebenda, S. 43 ff, 55 ff.

<sup>(264)</sup> Prion, Willi, Börsenwesen, in: Handwörterbuch der Staatswissenschaften 4. Aufl., 2. Bd., Jena 1924, S. 1085-1095, zitiert nach: Tilly, Wolfgang, Die amtliche Kursnotierung an den Wertpapierbörsen, Baden-Baden 1975, S. 35.



### 3.3.1. Vorschriften bezüglich der Freimakler

Freimakler sind nur in Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg und München tätig. Die drei kleineren Börsen in Bremen, Hannover und Stuttgart bieten für Freimakler ein zu geringes Betätigungsfeld.<sup>(265)</sup> Freimakler können am gesamten Wertpapierhandel an der Börse teilnehmen, also sowohl am amtlichen wie auch am geordneten Freiverkehr.

Die zum Teil vertretene Ansicht, daß die Freimakler überwiegend im Freiverkehr tätig sind<sup>(267)</sup>, entspricht nicht den Tatsachen. Außerdem vermitteln sie zwischen den Banken im vor- und nachbörslichen sowie im sogenannten Telefonverkehr.<sup>(268)</sup>

Freimakler sind Vollkaufleute gemäß § 1 Absatz 2 Nr. 7 i.V.m. § 4 HGB. Ihre Rechtsstellung ist insbesondere in den §§ 93 bis 103 HGB geregelt. Subsidiär sind auf sie die §§ 652 ff. BGB anwendbar. Für ihre Vermittlungstätigkeit erhalten sie nach § 99 HGB von beiden Parteien des durch ihre Tätigkeit zustande gekommenen Vertrages einen Maklerlohn, der an der Börse als Courtage bezeichnet wird.

Die Geschäftstätigkeit der einzelnen Freimakler weist jedoch erhebliche Unterschiede auf und entfernt sich in ihrer tatsächlichen Ausgestaltung zum Teil beträchtlich von der mit dem juristischen Begriff des Maklers verbundenen Vorstellung. Einige Freimakler beschränken sich vollständig auf die reine Vermittler-tätigkeit, andere hingegen, die über mehr Mittel verfügen, sind

---

<sup>(265)</sup> In Hannover und Stuttgart sind die Börsenbesucher gemäß § 28 Abs. 3 BO Hann. bzw. § 35 Abs. 2 BO verpflichtet, sämtliche Geschäfte in den zum amtlichen Handel zugelassenen Wertpapieren durch Vermittlung eines Kursmaklers abzuschließen. Näheres Tilly, Wolfgang M., a.a.O. (Anm. 264) S. 136.

<sup>(267)</sup> So z.B. Oppermann, Georg, Börsen und Wertpapiergeschäfte, 2. Aufl., Frankfurt/Köln, 1962, S. 53, zitiert nach Tilly, Wolfgang M., a.a.O. (Anm. 264) S.36.

<sup>(268)</sup> Im Telefonverkehr werden solche Wertpapiere gehandelt, die weder zum amtlichen Markt gehören, noch in den geregelten Freiverkehr einbezogen sind. Vgl. dazu: Oppermann, Georg, a.a.O. (Anm. 267) S. 70; Frankfurter Wertpapierbörse, Handbuch, Teil VI, 1987, S. 28.

reine Eigenhändler.<sup>(269)</sup> Die bedeutenderen Freimaklergesellschaften sind daher häufig Personengesellschaften wie offene Handelsgesellschaften und Kommandit- oder Stille Gesellschaften.<sup>(270)</sup>

Durch den großen Anteil des Eigenhandels am Freimaklergeschäft üben sie an der Börse eine gewisse Ausgleichsfunktion aus, indem sie bei sinkenden Kursen als Käufer auftreten, während sie bei steigenden Kursen Wertpapiere aus eigenen Beständen verkaufen, dadurch kurzfristige stärkere Kursschwankungen verhindern und insgesamt kompensierend auf die Kursentwicklung einwirken.<sup>(271)</sup>

### 3.3.2. Vorschriften bezüglich der Kursmakler

Während sich die Aufgabe der Freimakler ausschließlich in der geschäftlichen Vermittlertätigkeit erschöpft, nehmen die Kursmakler eine ungewöhnliche Doppelstellung ein. In der Person des Kursmaklers sind zwei in einer engen wechselseitigen Beziehung zueinander stehende Funktionen miteinander verknüpft: Die Vermittlerfunktion und die Aufgabe der Kursnotierung.<sup>(272)</sup>

Durch die Vermittlertätigkeit erhält der Kursmakler einen ständigen Überblick über die jeweilige Marktsituation. Da er einen erheblichen Anteil des amtlich notierten Handels abwickelt, ist er aufgrund der ihm vorliegenden Aufträge am ehesten in der Lage,

---

<sup>(269)</sup> Stillich, Oskar, Die Börse und ihre Geschäfte, Berlin 1909, S. 65; Vgl. Prion, Willy, Ist die Börse reformbedürftig? Berlin 1932, S. 27; Hintner, Otto, Wertpapierbörsen, Wiesbaden, 1960, S. 36; Obst, Georg/Hintner, Otto, Geld, Bank- und Börsenwesen, 36. Aufl., Stuttgart 1968, S. 622, zitiert nach: Tilly, Wolfgang M., a.a.O. (Anm. 264) S. 37.

<sup>(270)</sup> Trumpler, Heinrich, in: Verbandskommentar, Kommentar zum Börsengesetz auf Veranlassung des Zentralverbandes des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes e.V., Berlin 1909. Vorbemerkung zu §§ 29 ff, Anm. 18, zitiert nach: Tilly, Wolfgang M., a.a.O. (Anm. 264) S. 37.

<sup>(271)</sup> Meithner, Karl, Die Preisbildung an den Effektenbörsen, Wien 1930, S. 79; Vgl. Pook, Fritz, Verbesserung von Handelsformen an der Wertpapierbörse, in: Aktuelle Börsenprobleme, Frankfurt 1968, Schriftenreihe der Frankfurter Wertpapierbörse, Heft 3, S. 50; Flöge, Rainer, a.a.O. (Anm. 5) S. 35.

<sup>(272)</sup> Vgl. Nußbaum, Arthur, Kommentar zum Börsengesetz, München 1910, § 30, Anm. I.3; Matthes, Gottfried, Das Recht der Kursmakler, Marburg 1932, S. 37; Nedon, Hans, Die rechtliche Stellung des Kursmaklers, Diss., Leipzig, 1936, S. 20.

zutreffende Aussagen über die Preise zu machen, zu denen Wertpapiere an der Börse gehandelt werden.

Die Kursmakler sind zwar ebenso wie die Freimakler Kaufleute nach § 1 Abs. 2 Nr. 7 HGB, und die von ihnen geschlossenen Vermittlungsgeschäfte unterliegen ebenfalls der Regelung der §§ 93 ff HGB. Aufgrund ihrer Beteiligung an der amtlichen Kursnotierung mit Rechtsgrundlage in verschiedenen Vorschriften<sup>(273)</sup> kommt ihnen jedoch eine Rechtsstellung mit starkem öffentlich-rechtlichen Charakter zu, der ihre Geschäftstätigkeit entscheidend beeinflusst.

Vor der Bestellung der Kursmakler durch die jeweilige Landesregierung sind gemäß § 30 Abs. 1 Satz 2 BörsG.<sup>(274)</sup> sowohl der Börsenvorstand als auch eine Vertretung der an der jeweiligen Börse bereits tätigen Kursmakler<sup>(275)</sup> gutachterlich zu hören.<sup>(276)</sup> Die Bestellung erfolgt auf Antrag des Bewerbers und stellt als Einzelfallregelung auf dem Gebiet des öffentlichen Rechts einen Verwaltungsakt dar, durch den ein öffentlich-rechtliches Rechtsverhältnis zwischen der bestellenden Behörde und dem Kursmakler begründet wird.<sup>(277)</sup> Mit der Bestellung erfolgt zugleich die Zulassung zum

(273) Siehe II. Abschnitt des BörsG. sowie die Börsen- und Maklerordnungen, Vgl. Nußbaum, Arthur, a.a.O. (Anm. 234), § 30 Anm. I.3 und Anm. II a; Trumpler, Heinrich, in a.a.O. (Anm. 270), Vorbem. 2 zu §§ 29 ff, Nam. 2; Matthes, Gottfried, a.a.O. (Anm. 272) S. 47 ff, mit Literaturnachweisen auf S. 49, Fn. 12; Bremer, Heinz, a.a.O. (Anm.244) S. 88.

(274) § 1 MO D; § 1 MO F. Aufgrund einer besonderen historischen Entwicklung sind an den beiden hanseatischen Wertpapierbörsen in Bremen und Hamburg sogenannte "notierende Makler" tätig, die nicht von den Landesregierungen, sondern durch die jeweiligen Börsenvorstände ernannt werden (§ 21 BO Br.; § 26 BO Hbg.). Formal juristisch sind diese daher nicht als Kursmakler im Sinne des Börsengesetzes zu bezeichnen. Da jedoch eine Anpassung der dortigen Regelungen an den Rechtszustand der übrigen Börsen in Aussicht steht, soll auf diese Besonderheit hier nicht näher eingegangen werden.

(275) In der Regel sind dies die Maklerkammern, d.h., die als Körperschaften des öffentlichen Rechts von Landesregierungen eingerichteten Berufsvertretungen der an einer Börse tätigen Kursmakler. Vgl. Matthes, a.a.O. (Anm. 272) S. 238 ff; Bremer, Heinz, a.a.O. (Anm. 244), S. 90 f.

(276) § 30 Abs. 2 Satz 1 BörsG; § 2 MO F. Nach § 2 DO ist zusätzlich auch die dortige Industrie- und Handelskammer zu hören.

(277) Göppert, Heinrich, Börsenrecht, a.a.O. (Anm. 227) S. 157; Huber/Ernst Rudolf, Wirtschaftsverwaltungsrecht, Tübingen 1953, S. 6832; Meyer, Oscar /Bremer, Heinz, Börsengesetz nebst Ausführungsbestimmungen,

Börsenbesuch mit der Berechtigung zur Teilnahme am Handel.<sup>(278)</sup> Vor Antritt ihrer Stellung werden die Kursmakler dahingehend vereidigt, die ihnen obliegenden Pflichten getreu zu erfüllen<sup>(279)</sup> und erhalten eine Bestallungsurkunde.<sup>(280)</sup>

Die Kursmakler sind in Bezug auf ihre Tätigkeit bei der Kursnotierung beträchtlichen Beschränkungen unterworfen. Grundsätzlich dürfen sie keine Geschäfte mit Wertpapieren tätigen, bei deren amtlicher Preisfeststellung sie mitwirken und zwar weder für eigene Rechnung im eigenen oder fremden Namen noch im eigenen Namen für fremde Rechnung. Sie dürfen auch keine Bürgschaften für die von ihnen vermittelten Geschäfte übernehmen.<sup>(281)</sup>

Von diesem grundsätzlichen Verbot der Eigen- und Aufgabengeschäfte der Kursmakler sind Ausnahmen dann zugelassen, wenn dies zur Ausführung ihrer Vermittlungsgeschäfte erforderlich ist. In der Praxis wird die Frage, ob Eigen- oder Aufgabengeschäfte des Kursmaklers sich innerhalb der zulässigen Grenzen bewegen, immer nur von Fall zu Fall unter Berücksichtigung der begleitenden Umstände zu entscheiden sein. Die Kursmakler dürfen eigene Geschäfte dann nicht tätigen, wenn diese das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage beeinträchtigen oder Kursschwankungen verstärken. Die Kursmakler dürfen sich ihre Auftraggeber erhalten, soweit sich keine anderen Interessenten für angebotene oder nachgefragte Wertpapiere finden.<sup>(282)</sup>

Der Kursmakler tritt auf eigene Rechnung in die Geschäfte ein, bei denen er einem an der jeweiligen Börse zugelassenen Kreditinstitut eine Order für ein auf seine Rechnung durchzuführendes Bankgeschäft erteilt. Hierzu zählen auch die sehr häufig vorkommenden

---

Berlin 1957, S. 30, Anm. 2; Schwark, Eberhard, Kommentar zum Börsengesetz, § 30, Anm. II. a.

(278) § 4 MO D; § 11 Abs. 1 Satz 2 BOF. Diese Regelung ist notwendig, da durch etwaige Verweigerung der Zulassung zum Börsenbesuch durch den Börsenvorstand die Ernennungskompetenz der Landesregierung ausgehöhlt würde, Bremer, Heinz, a.a.O. (Anm. 207) S. 88.

(279) § 30 Abs. 1 BörsG; § 1 MO D; § 3 Abs. 1 und 2 MO F.

(280) § 3 MO D; § 3 Abs. 3 MO F.

(281) Vgl. hierzu auch Matthes, Gottfried, a.a.O. (Anm. 272), S. 153.

(282) Vgl. hierzu Meyer, Oscar/ Bremer, Heinz, § 32, Anm. 3.

Fälle, daß ein Makler zum rechtzeitigen Abschluß eines offenen Aufgabengeschäftes für seine Rechnung seine Hausbank als Partei benennt, die dann als Käufer oder Verkäufer an der Börse in Erscheinung tritt. Bei all diesen Geschäften handelt es sich für die Börse um Geschäfte von Kreditinstituten. Lediglich beim Innenverhältnis von Kreditinstituten und Maklern handelt es sich um Eigengeschäfte des Maklers, die als solche im Vorfeld der Börse angesiedelt sind und die nur mittelbar die Börse tangieren. Entgegen der Vorstellung des Börsengesetzes können diese Geschäfte jedenfalls nicht unmittelbar ein Instrument des Kursmaklers zum Maklereintritt sein. Da die Maklerbank für diese Geschäfte als ihr Kundengeschäft eigene Sicherheiten fordert, haben die Börsenvorstände sie nicht in den Kautionsrahmen der Börsen einbezogen.<sup>(283)</sup>

Daher vertritt Schwark die Auffassung, den Kursmaklern die Mitgliedschaft im Kassenverein einzuräumen, damit diese Geschäfte auf eigene Rechnung erfolgreich abgewickelt werden können.<sup>(284)</sup>

Während Beuer vom Vorstand der Deutschen Bank AG sich für ein "duales Börsensystem" (amtliche Auktionsbörse und Interbankenhandel) ausspricht<sup>(285)</sup>, vertritt Schwark die Auffassung, daß die Beibehaltung eines einheitlichen Systems (Auktionssystem) erforderlich ist. Die Umformung eines Teils des deutschen Wertpapierhandels in ein Market-Maker-System würde einen vollständigen Bruch mit der Tradition des deutschen und darüber hinaus des kontinentalen Börsenwesens bedeuten, das durch Konzentration des Handels auf eine bestimmte Zeit und Zentralisierung an einem Platz charakterisiert ist. In der Bundesrepublik stünden dem vor allem folgende Faktoren entgegen: Es müßten sich in ausreichender Zahl Kreditinstitute bereit erklären, eine Market-Maker-Funktion, die auch in Krisensituationen zur Kursfeststellung verpflichtet, zu übernehmen. Die dazu erforderliche Ressourcen wären zwar bei den

---

<sup>(283)</sup> Siehe § 95 HGB, vgl. Podlinski, Wilfried, Die Rechtsstellung des amtlichen Kursmaklers an den deutschen Börsen, Bonn 1987, S. 72.

<sup>(284)</sup> Schwark, Eberhard, a.a.O. (Anm. 245) S. 99.

<sup>(285)</sup> Vgl. FAZ, Nr. 105 v. 05. 05. 1988.

Großbanken vorhanden, kleinere Kreditinstitute, die in der Vergangenheit im Wertpapierhandel einen Schwerpunkt ihrer Geschäftstätigkeit sahen, dürften dazu aber kaum in der Lage sein. Unerwünschte Wettbewerbsverzerrungen innerhalb der Kreditwirtschaft wären die Folge. Im Sparkassen- und Genossenschaftssektor könnte eine Market-Maker-Funktion nur von den zentralen Institutionen übernommen werden. Auch hier käme es zu einer von den Einzelinstituten nicht gewünschten Machtverlagerung auf Landesbanken und Genossenschaftszentralen.<sup>(286)</sup>

Fazit ist, daß sich Schwark für die Beibehaltung der deutschen Auktionsbörse einsetzt. Allerdings plädiert er für die Erweiterung der Kompetenz der Makler durch Eigenaufgabengeschäfte und die Möglichkeit, Effektengesellschaften mit Hilfe von Drittkapitalanlegern gründen zu können. Diese beiden Maßnahmen sind von besonderer Bedeutung für die Verflechtung und den Ausbau der europäischen Börsen, wie noch unten dargestellt wird.<sup>(287)</sup>

### 3.4. Spanien

#### 3.4.1. Einführung in das vor der Reform bestehende Börsenmaklersystem

Das Gesetz 24/1988<sup>(288)</sup> betreffend den Effektenmarkt novellierte das gesamte System der spanischen Börse.

Die bisherige Trennung der spanischen Makler in Handelsmakler<sup>(289)</sup> (Corredores de Comercio) und Börsenmakler<sup>(290)</sup> (Agentes de Cambio

---

<sup>(286)</sup> Schwark, Eberhard, Gutachten, a.a.O. (Anm. 245) S. 99.

<sup>(287)</sup> Siehe Kap. C, Abschnitt IV, 3.5., S. 153 ff.

<sup>(288)</sup> Siehe oben a.a.O.

<sup>(289)</sup> Über die Rechtsnatur der Makler in Spanien, vgl. Cano Rico, José Ramón, Mediación, Fe Pública y Derecho Bursátil, Madrid 1982, S. 127 ff.

<sup>(290)</sup> Der hier verwendete Begriff "Börsenmakler" scheint verständlicher zu sein als der in der Übersetzung des spanischen Handelsgesetzbuches benutzte Terminus "Wechselagent". Vgl. Art. 14.4 Löber, Burckhardt/Penster, Wibold/Reichmann, Armin, Spanisches Handelsgesetzbuch, Frankfurt 1984.

y Bolsa), die zu einer in regionale Kammern gegliederten Organisation hätte führen können, ist mit der Novellierung fast endgültig aufgehoben worden.

Der Begriff des Handelsmaklers wurde in Artikel 88 des spanischen Handelsgesetzbuches definiert. Handelsmakler waren gemäß Artikel 14.4, 89 und 99 denselben Verpflichtungen, Bedingungen, Garantien und Beschränkungen wie die Börsenmakler unterworfen. Artikel 100.2 sah vor, daß Handelsmakler die Fähigkeit besitzen mußten, Geschäfte und Verträge an der Börse zu vermitteln und sich dabei der Haftung zu unterwerfen, die diesen Geschäften eigen war. Des weiteren konnten Handelsmakler alle sonstigen Handelsgeschäfte, die zu ihrem Amt an dem jeweiligen Platz gehörten, ausüben, unbeschadet der Tatsache, daß die Verhandlungen und Übertragungen jeder Art von kursfähigen öffentlichen Effekten oder Wertpapieren gemäß Artikel 68 ausschließlich den Börsenagenten oblagen. Das Handelsgesetzbuch berücksichtigte dabei nicht den Grundsatz der Abgrenzung beider Berufsbereiche (Börsen- und Handelsmakler) voneinander. Dies führte dazu, daß an jedem Börsenplatz eine Börsenmakler- und eine Handelsmaklerkammer eingerichtet werden konnte, wodurch eine Bereicherung der Märkte erfolgte, sofern der Handel mit amtlich notierten Wertpapieren und die Vergrößerung des Effektenanlagevolumens sinnvoll mit der Börsenmaklerkammer abgestimmt worden war.

Die Börsenmakler erhielten demgegenüber eine zweifache Funktion: Zum einen als öffentliche Urkundsperson und zum anderen als Kaufmann. Die Tätigkeit als Kaufmann wurde in dem nunmehr außer Kraft gesetzten Artikel 88 des spanischen Handelsgesetzbuches geregelt, der die Börsenmakler den gesetzlichen Vorschriften für Kaufleute unterstellte. Der Gesetzgeber dieser Vorschrift hatte diesbezüglich dem Börsenagenten 1885 jedoch eine Reihe von Beschränkungen auferlegt, die es ihm nur erlaubten, eine bestimmte Art von Dienstleistungen zu erbringen, nämlich die, als Vermittler und Kommissionär tätig zu sein. Aufgrund dieser Vorschriften konnte er seinen Tätigkeitsbereich nicht voll ausnutzen. Dies bedeutete z.B., daß ein Börsenagent nicht direkt und für Courtage Wertpapiervermögen innerhalb des Gebietes der für ihn zuständigen

Maklerkammer verwalten und selbstverständlich auch nicht auf eigenen Rechnung Geschäfte mit anderen Kunden oder Agenten abschließen durfte (Art. 14.4).

Diese gesetzlichen Beschränkungen begrenzten die Tätigkeit des spanischen Börsenagenten auf einen ungewöhnlich kleinen Bereich und versperren praktisch die Möglichkeit, an der Ausweitung des Effektenhandels aktiv teilzunehmen.<sup>(291)</sup>

### 3.4.2. Die Novellierung des Börsensystems

In Titel V, "Die Wertpapiergesellschaften und Wertpapieragenturen" regeln die Artikel 62 bis 69 des Wertpapiergesetzes das neue System des Effektenhandels.

Durch diese Novellierung ist der Einzelagent praktisch vom spanischen Markt verschwunden, an dem nur Zusammenschlüsse wettbewerbsfähig sein können.

Die vierte Übergangsbestimmung des Wertpapiergesetzes sieht einzelne Anpassungsbestimmungen hinsichtlich der Börsenagenten im neuen Börsensystem vor. Nach dieser Übergangsbestimmung können Börsenagenten bei der nationalen Kommission der Wertpapiermärkte<sup>(292)</sup> die Mitgliedschaft - entweder als Einzelmitgliedschaft bei der betreffenden Börse oder gegebenenfalls bei allen nationalen Börsen - gemäß Artikel 64.4 Wertpapiergesetz beantragen.<sup>(293)</sup>

Bei beiden Zusammenschlüssen ist die individuelle Beteiligung auf 50% des Kapitals beschränkt. Hierbei gilt die Regel, daß die Anteile von natürlichen oder juristischen Personen, die eine wirtschaftliche Entscheidungseinheit bilden, einem einzigen Aktionär zugerechnet werden müssen.

<sup>(291)</sup> Vgl. dazu Fernández Flores, Francisco, a.a.O. (Anm.239) S. 19.

<sup>(292)</sup> Die nationale Kommission für den Wertpapiermarkt ist die neue Kontrollinstanz des spanischen Börsensystems. Ihrer Aufsicht und Kontrolle unterliegen sowohl die Wertpapiergesellschaften und -agenturen als auch die Abwicklungs- und Abrechnungsdienste der Organismen des Sekundärmarktes und jede juristische oder natürliche Person, die von dem Wertpapiergesetz betroffen sein könnte.

<sup>(293)</sup> Zur Ausführung des Wertpapiergesetzes und dessen Auswirkung vgl. "Los Mercados de Valores en la próxima Década, Situación



Gemäß Artikel 65 müssen die Wertpapiergesellschaften folgenden Erfordernissen Rechnung tragen, um Zugang zum Wertpapierregister zu erhalten:

- (1) der Gesellschaftszweck soll sich im Rahmen von Wertpapiermarktspezifischen Geschäften bewegen,
- (2) die Inhaber dieser Gesellschaft dürfen nicht die Rechte überschreiten, die ihnen das Wertpapiergesetz einräumt,
- (3) die Gesellschaften müssen über ein für das voraussichtliche Geschäftsvolumen geeignetes gezeichnetes Mindestkapital verfügen,
- (4) die Finanzmittel sollen den Geschäften und deren Dimension entsprechen.

In bezug auf die grundlegenden Aktivitäten der Wertpapiergesellschaften werden folgende als die üblichen beschrieben:

- (1) der Wertpapierhandel am Börsenmarkt,
- (2) Geschäfte, die mit der Zeichnung bzw. mit der Absicherung von neuen Emissionen verbunden sind,
- (3) die Geschäftsführung im Namen des Emittenten bei der Zeichnung der Wertpapiere.
- (4) die Vermarktung und der Verkauf von Anteilen an Immobilien- und Investmentfonds in der Finanzanlage des Geldmarktes,
- (5) die Inhaberschaft der öffentlichen Anleihe bei der Zentralstelle für Eintragungen von Gut- und Lastschriften,
- (6) die Zuweisung von Krediten mit Wertpapiergarantie,
- (7) die Beratung über Wertpapieremissionen, Wertpapieranlagen sowie die Zulassung zur amtlichen Notierung außer die Portfolio-Verwaltung.

Die Wertpapieragenturen können dieselben Aktivitäten entfalten bis auf die Zeichnung von Effekten, die Zuweisung von Krediten mit Wertpapiergarantie und den Abschluß von Geschäften auf eigene Rechnung betreffend Effekten, die zur amtlichen Notierung nicht zugelassen sind.

Im letztgenannten Fall jedoch unterliegen sie, abgesehen von der Rechtsform und dem erforderlichen Mindestkapital, denselben Bedingungen wie die Wertpapiergesellschaften.

Andererseits verlieren die Börsenagenten ein Jahr nach Inkrafttreten des Wertpapiergesetzes ihre Befugnis als Urkundspersonen.

Den anderen Börsenagenten, die sich mittels gemeinsamer Mitgliedschaft an der Börse beteiligen wollen, stehen zwei Möglichkeiten zur Wahl, entweder die Gründung von Wertpapiergesellschaften oder die von Wertpapieragenturen.

Am Kapital von Wertpapiergesellschaften kann sich jede natürliche oder juristische Person beteiligen, abgesehen von folgenden juristischen Personen:

- (1) andere Wertpapiergesellschaften oder Wertpapieragenturen,
- (2) Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren,
- (3) Investmentfonds und die Portfolio-Verwaltungs-Gesellschaft.

Am Kapital von Wertpapieragenturen können sich schließlich natürliche Personen beteiligen.

Das Gesetz sieht keine Regelung betreffend die Kommissionen für die erbrachten Dienstleistungen vor.<sup>(294)</sup>

Für natürliche und juristische Personen, die eine Mitgliedschaft an der neugegründeten nationalen Börse beantragen, sieht das Wertpapiergesetz Grenzwerte für die Beteiligung am Kapital bis zum 1. Januar 1992 mit folgender Aufteilung vor:

30% für 1989, 40% für 1990, 50% für 1991 und unbeschränkt ab 1. Januar 1992.

Damit wird der Zugang zur Börsenmitgliedschaft ähnlich der französischen Reform stufenweise ermöglicht.

Das Gesetz bietet somit das notwendige Instrument, die spanischen Handelsplätze zu europäisieren und wettbewerbsfähig zu gestalten.

---

<sup>(294)</sup> Herr Croissier, Vorsitzender der nationalen Wertpapierkommission neigt zur unveränderten Einhaltung des bisherigen Mindestprovision von 0,25% bis zur völligen Liberalisierung 1992. Vgl. Bruce, Peter, Spain: Banking and Finance, A Patient Approach to a Near Impossible Job, Financial Times vom 21.06.1989, S. 11.

Ihre Bedeutung und Wettbewerbsfähigkeit in der Zukunft wird vom Verhalten der Marktteilnehmer abhängig sein.

### 3.5. Notwendige Harmonisierung der Aktivitäten der Börsenmitglieder im Hinblick auf die Verflechtung der Börsen der Gemeinschaft

#### 3.5.1. Darstellung der Problematik

Wie die Analyse des letzten Abschnittes gezeigt hat, entstehen aus den Unterschieden des Zustandes der Börsenmakler der Gemeinschaft und im Bereich der Mitgliedschaft im allgemeinen schwerwiegende Probleme, die unbedingt einer Harmonisierung bedürfen. Zunächst einmal geht es um die unterschiedlichen Kompetenzen, mit denen die Mitglieder der verschiedenen Börsen auf dem Zirkulationsmarkt operieren dürfen. Besonders schwierig im Zusammenhang mit diesen Unterschieden wirken sich die verschiedenen Formen der Börsenmitgliedschaft aus. Das gilt sowohl für die individuelle und gesellschaftliche Mitgliedschaft als auch für die Arten von Instituten, denen sie eingeräumt wird. Das zweite Hindernis besteht in den Unterschieden hinsichtlich der Operationsbreite und der finanziellen Ressourcen der Börsenmitglieder in den verschiedenen Ländern.<sup>(295)</sup>

#### 3.5.2. Harmonisierung der Eigenschaften der zum Handel zugelassenen Mitglieder

Ein grundlegendes Hindernis für die Verflechtung der europäischen Märkte liegt, wie die Analyse gezeigt hat, in den unterschiedlichen Kompetenzen, mit denen die Mitglieder der verschiedenen Börsen zum Handel zugelassen werden.<sup>(296)</sup>

Die Bestimmungen, die darüber entscheiden, in welcher Eigenschaft die Mitglieder zum Handel zugelassen werden, müssen daher neu

<sup>(295)</sup> Hall, Michael/ Duncan, Malcom, G., a.a.O. (Anm. 73), S. 272.

<sup>(296)</sup> Siehe Kap. C, Abschnitt V, 3., S. 137.

ausgerichtet und bei allen Börsen weitgehend vereinheitlicht werden. Dies könnte geschehen durch eine Erweiterung der Funktionen der Makler-Börsen auf die Übernahme von Positionen und Unterteilung der Funktionen der Bank-Börsen in das Mittler- und Eigenhändlergeschäft.

Die inländische Entwicklung der Börse dürfte für diese Situation maßgebend sein. Frankreich hat schon eine Form des Contrepartie-Systems anerkannt, das insbesondere im Zweiten Markt sehr lebhaft ist.<sup>(297)</sup>

In Italien haben die Banken Effekenhäuser vorgeschlagen, die im Besitz der Banken sein würden, und bei denen die vorhandenen Makler Mitglieder werden könnten, sofern sie ihre Maklertätigkeit einstellten.

Belgien gestattet bereits den Maklern, in einer doppelten Eigenschaft im internationalen Geschäft tätig zu sein.

In Dänemark gestatten die neuen Gesetze eine Trennung der Bank- und Maklerfunktionen der Mitgliedsunternehmen der Börsen.

In der Bundesrepublik Deutschland finden Überlegungen über die derzeitige Organisation der Banken im Wertpapierbereich statt, aus denen sich eine Neugestaltung der integrierten Struktur ergeben könnte.

Großbritannien hat ein Market-Maker-System eingeführt.

In Spanien können die Effektenmarktgesellschaften unmittelbar für eigene oder Mittlerrechnung operieren.

In Luxemburg ist es den Maklern oder Banken freigestellt, ob sie als Eigenhändler handeln wollen.

Die Kräfte des Wettbewerbs bewirken, daß die Mitgliedschaftsstrukturen an den Europäischen Börsen auf eine vergleichbare Ebene gebracht werden müssen.<sup>(298)</sup> Man muß die Frage stellen, ob die Trennung der Kompetenzen in die Eigenschaften auf eigene Rechnung oder im Auftrag, wie sie auf Märkten unterschiedlicher Art entstanden ist, im modernen Wertpapierhandel weiter berechtigt und effizient ist. Dabei handelt es sich um eine Frage, die die einzelnen Märkte im nationalen Rahmen lösen müssen.

<sup>(297)</sup> Vgl. Kap. C., Abschnitt V, 3.2., S. 140.

<sup>(298)</sup> Hall, Michael/ Duncan, Malcom, a.a.O. (Anm. 73), S.273 ff.

### 3.5.3. Die Schaffung von Bestimmungen, die die Gründung von Makler-Gesellschaften auf nationaler Ebene ermöglichen.

Sowohl der Wettbewerb wie auch eine angemessene Dienstleistung der Börsenmitglieder erfordern eine bestimmte Organisationsform. Zunächst einmal schafft diese Möglichkeit eine Erweiterung des Operationsbereiches der Makler. Ein einzelner Makler ist auf keinen Fall finanziell genügend ausgestattet, um im internationalen Wertpapierhandel zu operieren oder um das Inlandsgeschäft abwickeln zu können.

Die Börsen, die in dieser Hinsicht am meisten benachteiligt werden, sind die Maklerbörsen. In Italien, Griechenland und Portugal ist es den Agents du Change aufgrund ihrer öffentlichen Funktion nicht gestattet, irgendwelche organisatorischen Bindungen einzugehen, nicht einmal mit ihren Maklerkollegen. In Spanien eröffnet die Effektenmarkt-Gesellschaft diese Möglichkeit in dem bereits erwähnten Vorschlag des Dekrets über wirtschaftliche Maßnahmen vom 24. März 1986. In Belgien haben die großzügigen Bestimmungen, besonders im Hinblick auf die Rechte der Mitglieder, als Eigenhändler aufzutreten, dazu geführt, daß sich verschiedene führende Maklergesellschaften von internationalem Format entwickelt haben. Aufgrund des Monopols der Makler an den Maklerbörsen sowie des sicheren Zugangs von kleineren Geschäften, gibt es bei ihnen eine größere Anzahl von Kleinmaklern, als es wahrscheinlich der Fall wäre, wenn die Märkte auf einer stärker wettbewerbsfähigen Grundlage beruhen würden.

Im Gegensatz zu den Makler-Börsen ist der Umfang, in dem die Mitglieder der Bank-Börsen arbeiten können, praktisch unbegrenzt. Mit dem Vorteil großer Kapitalressourcen verbindet sich die effektive Freiheit, als Mittler oder als Eigenhändler zu handeln. (299)

---

(299) Hall, Michael/ Duncan, Malcom, a.a.O. (Anm. 73), S. 276.

Eine Harmonisierung könnte dadurch erreicht werden, daß die Funktionen der Börsenmitglieder erweitert und die Beschränkungen ihres Operationsbereiches abgebaut werden.

Andererseits ermöglichen die genannten Gesellschaften die notwendigen Garantien für die Integrität des Maklers am Markt durch ihre Solvenz und Effizienz, welche die Marktteilnehmer fordern. Darüber hinaus könnte eine Verbindung von Maklergesellschaften eine finanzielle Aufteilung von Kosten für Marktanalysen und Informationen und die wechselseitige Erweiterung des Kundengeschäfts auf den einzelnen Märkten gestatten.<sup>(300)</sup>

Somit ermöglichen diese Makler-Gesellschaften letztendlich eine stärkere Beteiligung der Makler am internationalen Markt in Europa.

---

<sup>(300)</sup> Vgl. Hall, Michael/Duncan, Malcom, a.a.O. (Anm. 73), S. 281.

## V. NOTWENDIGE HARMONISIERUNG DER HANDELSVERFAHREN DER EUROPÄISCHEN BÖRSEN

### 1. Das Kursbildungssystem

Wegen der Unterschiede der Handelsverfahren an den Börsen der Europäischen Gemeinschaft ist es zweifellos wichtig, daß sich der Markt auf eine kollektive Kursbildung oder auf fortlaufende Kurse stützt, was die Einschaltung eines Mittlers im Börsensaal als Market-Maker voraussetzt.<sup>(301)</sup>

Die Vorgänge in den Sälen der meisten Börsen wurzeln tief in traditionellen Handelsverfahren, die sich auf eine kollektive Kursbildung stützen. In einigen Fällen werden die Börsen hierzu auf gesetzlichem Wege gezwungen. Obwohl die Handelsverfahren in den Einzelheiten voneinander abweichen mögen, sind die Systeme der kollektiven Kursbildung im Grunde genommen gleich.<sup>(302)</sup>

Sie setzen die gleichzeitige Gegenüberstellung aller Kauf- und Verkaufsaufträge voraus, die in einem bestimmten Zeitraum (z.B. an einem Tag) in einer festgelegten Handelssitzung zu einem bestimmten Zeitpunkt vorliegen. Bei einer konsequenten Anwendung hat dieses System zweifelsohne seine Vorteile.

Da im Börsensaal kein Mittler zwischen Käufer und Verkäufer eingeschaltet wird, erfährt der Verkäufer den Kurs durch den Käufer. Das System der Angabe und Gegenüberstellung aller Aufträge zu einem bestimmten Zeitpunkt gestattet die Festlegung eines einzigen Wettbewerbskurses, auf dessen Grundlage alle gleichen oder höheren Geld- und alle gleichen oder niedrigeren Briefkurse befriedigt werden können. Es gilt der amtliche Kurs, obgleich Geld- oder Briefkurse außerordentlich günstig sein mögen.<sup>(303)</sup>

Das Feststellen von Geld- und Briefkursen und die Festlegung des Kurses, bei dem eine Maximierung der Transaktionen möglich ist, sind ideale und relativ elementare Computeranwendungsbereiche.

<sup>(301)</sup> Vgl. Editorial, Bolsa de Madrid, Nr. 99 vom Juli 1987, S. 2.

<sup>(302)</sup> Für die Kursbildungssysteme der Effektensegmente der europäischen Mitgliedstaaten, siehe: Schmidt, Hartmut, a.a.O. (Anm. 66).

<sup>(303)</sup> Hall, Michael/ Duncan, Malcom, a.a.O. (Anm. 73), S. 248.1.

Das kollektive Kurssystem bringt jedoch auch gewisse Nachteile im Hinblick auf die tatsächliche Situation an den europäischen Wertpapiermärkten mit sich.

Der europäische Wertpapierhandel als ein internationaler Handel erfordert eine ständige Bereitschaft zur Kursangabe, wozu das offizielle Börsensystem der kollektiven Kursbildung nicht in der Lage ist, weil es eine Kursnotierung nur in bestimmten zeitlichen Grenzen zuläßt. Dies hat zur Folge, daß außerbörsliche Transaktionen mit fortlaufendem Handel außerhalb der Börsengeschäftszeiten durchgeführt werden. Schließlich birgt das System der kollektiven Kursbildung die Gefahr von Kursschwankungen in sich, die sich dann realisieren, wenn ein über dem durchschnittlichen Volumen liegender Großauftrag nicht unmittelbar eine entsprechende Gegenorder findet.<sup>(304)</sup>

Demgegenüber erfolgt der Handel in dem Market-Maker-System fortlaufend und kann zu jeder Tageszeit von Unternehmensmitteilungen oder finanziellen und wirtschaftlichen Entwicklungen beeinflusst werden. Der Hauptvorteil dieses Systems besteht darin, daß es große Geschäfte sofort und ohne übermäßige Auswirkungen auf den Kurs verkraften kann.<sup>(305)</sup>

Die Alternative zur kollektiven Kursbildung nach dem Auktionssystem und zur fortlaufenden Kursbildung nach dem Market-Maker-System ist die Kursbildung durch ein Computernetz basierend auf dem Auktionssystem. Der Computer würde dabei Angebot und Nachfrage aller Marktteilnehmer zusammenführen und die Kurse auf dieser Basis ermitteln. Im Gegensatz zum Market-Maker hat der Computer keine eigenen Interessen, die, wenn auch nur unterschwellig, in die Kursfindung mit einfließen könnten. Die elektronische Datenverarbeitung wäre also die neutralste zur Zeit vorstellbare Kursfindungsinstitution im Wertpapiergeschäft.

Auch dem System der Computerkursbildung haften freilich noch Mängel an. Computertechnik und Datenverarbeitungsprogramme sind noch nicht an den wichtigen Börsenplätzen der Welt erprobt worden.

<sup>(304)</sup> Ebenda, S. 250.

<sup>(305)</sup> Ebenda, S. 257; vgl. auch Schwark, Eberhard, Gutachten..., a.a.O. (Anm. 245), S. 35.



Ein Computersystem nach Art der Auktionsbörse wäre daher heute noch langsamer und teurer. Die Erfahrung an kleinen Börsenplätzen und in Teilbereichen größerer Handelszentren zeigen allerdings, daß die Aufgaben des Maklers durchaus vom Computer funktionsfähig übernommen werden können. Die Zeit spricht also für den elektronischen Handel nach dem Auktionssystem, der die Verwirklichung eines verflochtenen europäischen Handelssystems vereinfachen würde.

Die meisten Märkte der Mitgliedstaaten basieren auf dem System der fortlaufenden Kursnotierungen.

Der Londoner Markt hat stets auf der Grundlage fortlaufender Kurse gearbeitet. In Amsterdam werden alle wichtigen Wertpapiere zu fortlaufenden Kursen notiert. In Paris wie in Frankfurt diskutiert man über die Einführung dieser Kurse<sup>(306)</sup> und in Kopenhagen hat der Börsenboom und das übermäßige Anwachsen der außerbörslichen Märkte zu Vorschlägen für einen fortlaufenden Handel geführt.<sup>(307)</sup>

Obwohl im spanischen Gesetz über den Effektenmarkt keine Regelung vorgesehen ist, auf deren Grundlage sich das Kursbildungssystem stützen soll<sup>(308)</sup>, existiert seit April 1989 ein neues Computersystem, das fortlaufende Kursnotierungen feststellt.<sup>(309)</sup>

In der Bundesrepublik Deutschland werden Ende 1989 bzw. im Jahre 1990 zwei Börsen, deren Kursbildung nach dem Computersystem erfolgt, gegründet werden: Die Deutsche Terminbörse (DTB), über die das Geschäft mit Optionen und Terminkontrakten abgewickelt wird und das Interbanken-Informationssystem (IBIS). Über letzteres wird zunächst der außerbörsliche Handel und später das gesamte Geschäft institutioneller Anleger mit den großen Standardwerten und Bundesanleihen abgewickelt.

Im Laufe der Jahre soll sich das computergestützte Handelssystem zu einer der staatlichen Aufsicht unterstellten Börse weiterentwickeln.

---

<sup>(306)</sup> Ernst, Gerhart, FAZ vom 22.07.1988, Nr. 142, S. 11. Ernst berichtet dort von entsprechenden Plänen der Mitgliederversammlung der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen (ADW) für Ende 1989.

<sup>(307)</sup> Über das Kursbildungssystem jedes einzelnen Mitgliedstaates vgl. Schmidt, Hartmut, a.a.O. (Anm. 66).

<sup>(308)</sup> Siehe Ley del Mercado de Valores, a.a.O. (Anm. 204).

<sup>(309)</sup> Vgl. Bruce, Peter, Spain: Banking & Finance 2, Financial Times 21.07.1989.

Die Ausführung der Aufträge privater Anleger und der Handel mit Regionalwerten werden weiterhin auf dem System der kollektiven Kursbildung basieren.<sup>(310)</sup>

## 2. Die Einrichtung homogener Effektenhandelsverfahren

In den Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft sind in vielen Bereichen des Effektenhandelsverfahrens noch zahlreiche Differenzen nachzuweisen, die große Hindernisse für die Verflechtung der europäischen Börsen darstellen. Zunächst einmal wäre eine Standardisierung der derzeit noch unterschiedlichen Börsengeschäftszeiten erforderlich. Beträgt die Geschäftszeit in Athen nur zwei Stunden, so haben die Börsen in London und Amsterdam sechseinhalb Stunden geöffnet. Dieses Problem wird sich allerdings von alleine lösen, wenn die Börsen der Gemeinschaft wirklich durch ein Computernetz mit fortlaufender Kursnotierung verflochten werden.

Die unterschiedlichen Regelungen für Termingeschäfte in den einzelnen Mitgliedstaaten stellen ein weiteres Problem dar. Die derzeitige Situation ist vielschichtig. In den Niederlanden, in Dänemark, Griechenland und in Portugal kann man nur mit Einschränkung von bestehenden Terminmärkten an den Effektenbörsen sprechen.<sup>(311)</sup>

Nach dem Verbot aus dem Jahre 1940 wurde in Spanien 1981 die Kreditvergabe am Markt eingeführt, die eine Erhöhung der Gewinn- und Verlustmöglichkeiten mit sich brachte. Es handelt sich hierbei jedoch um Kassageschäfte. Die Wertpapiere werden zum Tageskurs erworben oder veräußert, aber der An- bzw. Verkäufer muß der ihm aus diesem Geschäft entstehende Verpflichtung erst zu einem späteren Zeitpunkt nachkommen, d.h. es verschiebt sich entweder der Zahlungstermin oder die Übergabe der Wertpapiere.<sup>(312)</sup> Zur

---

<sup>(310)</sup> Vgl. Knipp, Thomas, Computer und Parkett, FAZ Nr. 176, vom 02.08.89, S. 9. Vgl. auch Startschuß für deutsche Terminbörse in Frankfurt, Die Welt Nr. 213, vom 13.09.1989, S. 17.

<sup>(311)</sup> Vgl. Duncan, Malcom, Las Bolsas de la Comunidad Europa; ayer hoy y mañana, PEE. Suplemento Sistema Financiero Nr. 15/16, 1986, S. 65.

<sup>(312)</sup> Servicio de Estudios, Bolsa de Madrid: Curso de Introducción, a.a.O. (Anm. 160), S. 298.

Zeit erwägt man die Einführung eines London verwandten Systems von Termingeschäften, welches zwischen dem amerikanischen und dem romanischen anzusiedeln wäre. Dieses weist zwei grundlegende Eigenschaften auf:

(1) Es handelt sich um einen Einheitsmarkt, auf dem für jedes Wertpapier ein Kurs festgestellt wird, und zwar unabhängig davon, ob ein Kassa- oder ein Termingeschäft vorliegt.

(2) Es besteht eine optimale Verbindung zwischen dem Wertpapier- und dem Geldmarkt, denn der Preis des Termingeschäftes ergibt sich aus dem Kassakurs inklusive den durch die zeitliche Verschiebung des Geschäftes anfallenden Zinsen.<sup>(313)</sup>

In der Bundesrepublik Deutschland waren Termin- oder Einschußgeschäfte bisher gesetzlich verboten. Bislang durften nur sogenannte Vollkaufleute am Terminhandel teilnehmen. Privatpersonen konnten Termingeschäfte bisher über den sogenannten Differenz- oder Termineinwand rückgängig machen. Verluste aus Verträgen dieser Art galten als Spielschulden und waren nicht einklagbar. Nach Inkrafttreten der Börsengesetznovelle kann dieser Weg nicht mehr beschritten werden. Die Novelle schafft auch die Grundlage für den Geschäftsbetrieb der Deutschen Terminbörse, an der im Januar 1990 der Handel mit Optionen auf zunächst 14 Aktien aufgenommen werden soll.<sup>(314)</sup>

In Belgien, Frankreich und Großbritannien gibt es ebenfalls Terminmärkte, die sich aber auf feste Handelszeiten beschränken. In den beiden erstgenannten Ländern bilden Termingeschäfte einen wichtigen Bestandteil des Aktienmarktes, während dieser in Großbritannien fast ausschließlich auf solchen Geschäften beruht.<sup>(315)</sup> Die Handelszeiten und Abrechnungstermine der heutigen Terminmärkte müßten auf eine einheitliche Formel gebracht werden. Die heutigen

---

<sup>(313)</sup> Vida y Ventura de las Operaciones a Plazo, Bolsa de Madrid, Nr. 57, 1984, S. 19.

<sup>(314)</sup> FAZ vom 22.07.1988, Nr. 142, S. 11.

<sup>(315)</sup> Hall, Michael/ Duncan, Malcom, a.a.O. (Anm. 73), S. 393. In Frankreich hat Art. 1 des Gesetzes Nr. 88-70 vom 22.01.1988 den Börsengesellschaften die Befugnis eingeräumt, Termin- und Optionsgeschäfte in Wertpapieren durchzuführen.

Unterschiede, z.B. London zehn Tage, Paris ein Monat, beruhen auf historischen Zufällen.

Eine Hauptschwierigkeit bei der Einrichtung eines einheitlichen europäischen Terminmarktes stellt ferner die finanzielle Abwicklung des Termingeschäftes und deren Bedingungsharmonisierung dar. Werden in Paris und Brüssel bei den Transaktionen Einschüßzahlungen gefordert, so werden in London alle Zahlungen für Termingeschäfte bis zum Abrechnungstag gestundet.<sup>(316)</sup>

Außer den genannten Bereichen sind noch zahlreiche andere Aspekte zu nennen, die harmonisierungsbedürftig erscheinen. Im einzelnen betrifft dies etwa den Widerruf von Aufträgen, die eventuelle Verpflichtungen zu deren Einhaltung im internationalen Handel, die rechtliche Abgrenzung der Auftragsformen und die eventuelle Verpflichtung der Börsenmitglieder, alle Aufträge auf dem Parkett auszuhandeln. Gleichwohl bleibt zu bedenken, daß der Auftrag nicht Harmonisierung um jeden Preis lauten kann. Hiervon sind diejenigen Aspekte auszunehmen, die einer Regelung durch die Mitgliedstaaten ohne Gefahr für den verflochtenen Markt überlassen werden können im Hinblick auf die Erhaltung einer Wettbewerbslage. Wichtig dabei ist nur, daß man sich auf Behördenebene der Existenz dieser Probleme bewußt ist und Kooperationswillen zeigt, ohne daß die Besonderheiten jedes Handelssystems der Mitgliedstaaten unnötig aufgehoben werden müssen.

## VI. DIE ÜBERWACHUNG DER BÖRSENMITGLIEDER DES VERFLOCHTENEN MARKTES

Die Kontrolle der Börsenmitglieder ist im Hinblick auf ein gutes Funktionieren des Marktes und den Anlegerschutz von erheblicher Bedeutung. In ihrer Zielrichtung soll sie sicherstellen, daß alle am Markt handelnden Börsenmitglieder jederzeit liquide sind, um

<sup>(316)</sup> Vgl. Duncan, Malcom, a.a.O. (Anm. 311), S. 66.

ihren Verpflichtungen nachkommen zu können und daß alle Börsenmitglieder einen allgemeingültigen Wohlverhaltenskodex einhalten. Diesbezüglich empfiehlt sich eine Orientierung am Wohlverhaltenskodex betreffend Wertpapiergeschäfte, den die Kommission im Jahre 1977 erarbeitet hat. Redliches Geschäftsgebahren und Gleichbehandlung aller Börsenteilnehmer sind zu gewährleisten.<sup>(317)</sup>

Somit steht die Schaffung einer zentralen Kontrollinstanz zur Diskussion. Es stellt sich aber die Frage, ob diese als supranationales, föderatives Kontrollorgan nach dem Beispiel der Börsenkommission in den USA zu errichten ist. Mehrere Mitgliedstaaten, u.a. die Bundesrepublik Deutschland<sup>(318)</sup>, haben sich wiederholt der Einführung einer solchen Instanz widersetzt. Im übrigen ist es durchaus zweifelhaft, ob die Gemeinschaftsorgane unter den derzeit geltenden Bestimmungen des EWG-Vertrages überhaupt berechtigt sind, neue Organisationen ins Leben zu rufen, welche mit Befugnissen ausgestattet sind, die die Harmonisierungs politik beeinflussen können, oder welche über die rein administrative Ausführung ihrer gesetzlich vorgeschriebenen Aufgaben hinausgehen.

Die Schaffung einer solchen Kontrollinstanz, ausgestattet mit einem weitläufigen bürokratischen Apparat, ist nicht notwendig die einzig denkbare Vorgehensweise. Man könnte sich ebenso gut ein alternatives Modell von EG-Vorschriften vorstellen, das für ein ausreichendes Maß an Parallelität und Gleichwertigkeit der wesentlichen gesetzlichen Regelungen der Mitgliedstaaten sorgt, ohne jedoch deren gegenwärtig geltende Rahmengesetzgebung grundlegend zu verändern.<sup>(319)</sup>

Der organisatorische Rahmen für ein Überwachungssystem der europäischen Wertpapiermärkte könnte auf dem Prinzip der funktionalen Kompetenzverteilung fußen. Danach legen die Gemeinschaftsorgane die allgemeinen politischen Maßnahmen fest, deren Konkretisierung und Durchführung den nationalen Aufsichtsstellen obliegt.

<sup>(317)</sup> Vgl. Atienza, María Teresa, Posibilidades y Limitaciones en la Desregulación de las Bolsas, Círculo de Empresarios, Bol. 33, 1986, S. 11.

<sup>(318)</sup> Vgl. dazu der Platow-Brief, a.a.O. (Anm. 206) S. 5.

<sup>(319)</sup> Vgl. Larcier, a.a.O. (Anm. 133), S. 665.

Dabei erscheint es wünschenswert, daß die Gemeinschaftsorgane bei der Einführung dieser Aufgabe von den Mitgliedstaaten beratend unterstützt werden, wozu diese eine ständige Einrichtung nach Art der in den Börsenrichtlinien vorgesehenen Kontaktausschüsse ins Leben rufen können. Als Regelungsinstrument steht den Gemeinschaftsorganen idealerweise die Richtlinie zur Verfügung. Beispielhaft sei dieses Modell anhand der Liquiditätskontrolle der Börsenmitglieder verdeutlicht, die in den Mitgliedstaaten derzeit unterschiedlich gehandhabt wird.

In Belgien etwa müssen die Börsenmitglieder bestimmte Bedingungen hinsichtlich ihrer Kapitalbeteiligungen erfüllen.<sup>(320)</sup>

In Großbritannien müssen sie entweder die Bürgschaft einer Bank oder den Schutz durch einen entsprechenden Versicherungsvertrag nachweisen<sup>(321)</sup>, während in Frankreich alle Agents de Change gesamtschuldnerisch für eingegangene Verpflichtungen haften.<sup>(322)</sup>

Eine Harmonisierung dieser unterschiedlichen Kontrollsysteme ist so zu verstehen, daß den Mitgliedstaaten gemeinschaftsrechtlich etwa zwei Typen zur Auswahl gestellt werden, die durch die Einführung einer Haftungsmindestsumme ergänzt werden. Bei der Entscheidung der Frage, welcher Typ im einzelnen gemeinschaftsrechtlich vorgegeben werden soll, ist das Ziel dieser Maßnahme, nämlich der bestmögliche Schutz des Anlegers vor Ausfällen, von entscheidender Bedeutung.

In diesem Sinne erscheint die Bürgschaft einer (internationalen) Bank mit solidem Ruf oder der Nachweis einer Deckung durch ein entsprechend angesehenes Versicherungsunternehmen angebracht. Die nationalen Stellen üben dann die Kontrolle darüber aus, ob entsprechende Bürgschaften oder Versicherungsnachweise im Einzelfall

---

<sup>(320)</sup> Sie müssen etwa eine gesetzliche Garantie erfüllen, vgl. Wymeersch, Eddy, Supervision... a.a.O. (Anm. 27), Nr. 32, S. 39.

<sup>(321)</sup> Schneiter, Bertrant, La Cité de Londres à la vielle du Big-Bang, Banque, Nr. 467 12/1986, S. 1063.

<sup>(322)</sup> Vgl. Art. 55 des Dekrets 07.10.1890, wonach der Börsenvorstand verpflichtet ist, Geschäfte abzuwickeln, innerhalb der Summe der gesamten Fond des Agents du Change, die bis zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des Gesetzes über die Wertpapierbörsen vom 22.01.1988 gelten wird. Vgl. Presse und Information der Französischen Botschaft Nr. 17 vom 04.05.1988.

vorliegen und die Haftungsmindestsumme dem uneingeschränkten Zugriff der Anleger zur Verfügung steht.

Das hier vorgeschlagene Modell kann sich an dem 1978 in Großbritannien eingeführten orientieren. Dort ist der Council for the Securities Industry" (CSI) für sämtliche Entscheidungen zuständig, die die gesamte Londoner City betreffen.<sup>(323)</sup> Der CSI wird aber nie unmittelbar mit Fragen der Kontrolle und der Überwachung betraut. Hierfür sind nach wie vor die korporativen Organisationen oder Berufsverbände zuständig, die die Tätigkeit des CSI unterstützen.<sup>(324)</sup> In anderen Bereichen der Kontrolltätigkeit läßt sich dieses duale System hingegen nicht streng durchführen, da hier, wie etwa in den Bereichen der Telekommunikation oder der Bekämpfung von Insidergeschäften, ein EG-einheitliches Vorgehen notwendig ist. Zu denken ist an die Schaffung eines Ausschusses auf EG-Ebene, der sich aus Vertretern der Mitgliedstaaten zusammensetzt, welcher mit der Ausübung einer entsprechenden Kontrollfunktion betraut wird.

Auch hier kann das englische System Pate stehen: Der Ausschuß zur zentralen Verwaltung des Marktes (Central Market Management Committee, CMMC).<sup>(325)</sup> Dieser Ausschuß hätte für das tägliche Funktionieren und die Überwachung des Telekommunikationssystems innerhalb des verflochtenen Marktes Sorge zu tragen. Bezüglich der Insiderkontrolle erscheint ein zweistufiges Vorgehen als zweckmäßig. Auf begründeten Verdacht des Ausschusses hin führen die zuständigen nationalen Kontrollinstanzen die weiteren Unter-

---

<sup>(323)</sup> Vgl. Bank of England Bull. Nr. 2, 1979, zitiert nach Wymeersch, Eddy, From Harmonization to Integration in the European Securities Markets, ICCL. and S.R. 1979, S. 23.

<sup>(324)</sup> Ein in Ansätzen regelbares System dualer Aufgabenteilung schlägt Ureta, Juan Carlos, Reforma de la Bolsa entre la Libertad y el Control, Dinero vom 05.02.1988, S. 22 f für den internen spanischen Markt vor. Zugleich berichtet er von entsprechenden US-amerikanischen Reformplänen, S. 23.

<sup>(325)</sup> Wymeersch, Eddy, a.a.O. (Anm. 323), S. 24.

suchungen durch<sup>(326)</sup>, wobei eine Verknüpfung der Stufen personal dadurch gewährleistet werden könnte, daß ein Vertreter des Ausschusses als Bindeglied zwischen diesem und der oder den beteiligten nationalen Stellen fungiert. Artikel 89 nimmt eine vergleichbare Aufteilung der Zuständigkeiten im Bereich der Untersuchungen von Verstößen gegen die Wettbewerbsbestimmungen des EWG-Vertrages vor.

---

(326) Im Zuwiderhandlungsfalle verhängen die nationalen Kontrollstellen Sanktionen gegen die "Insider" oder sonstigen "Manipulierer des Marktes". Vgl. dazu bzgl. des amerikanischen Marktes Guilarte, Sánchez, Juan, Proliferación de Demandas contra Mediadores Bursátiles en E.E.U.U., RDBB 1986, S. 446 f.



VII. DIE AKTUELLEN ABWICKLUNGSSYSTEME UND DAS WERTPAPIERSAMMELDEPOT IN DEN MITGLIEDSTAATEN: MÖGLICHKEITEN UND HINDERNISSE FÜR DIE SCHAFFUNG EINES EUROPÄISCHEN SYSTEMS

Es besteht die Notwendigkeit, die internationalen Abwicklungs- und Abrechnungssysteme zu verbessern, d.h. die zur Zeit verwendeten kostspieligen und arbeitsintensiven Verfahren auf irgendeine Weise einzugrenzen. Zu diesem Zweck ist ein europäisches Abwicklungs- und Abrechnungssystem zu errichten, welches wirksam auf der Grundlage arbeitet, das nicht mehr die effektiven Stücke zum Austausch gebracht, sondern stattdessen die Wertpapiertransaktionen mittels Gutschriften bzw. Lastschriften zwischen den nationalen Depotbanken und Wertpapiersammelstellen abgewickelt werden. Dies kann implizit als eine Notwendigkeit für die Schaffung der verflochtenen Märkte betrachtet werden. Für eine positive Entwicklung im Hinblick auf dieses Ziel ist es erforderlich, daß die Börsen selbst diese Aufgabe in Angriff nehmen, um sicherzustellen, daß sich zukünftige internationale Wertpapiere in den Rahmen der bestehenden Strukturen der amtlichen Börsen einpassen und nicht mehr von privaten Depotgesellschaften verwahrt werden.

Das Hauptproblem, welches einem Fortschritt in diesem Sinne im Wege steht, ist die Tatsache, daß die nationalen Depots nach den Rechtsvorschriften des jeweiligen Mitgliedstaates eingerichtet und ausgegeben sind, d.h. nach gesetzlichen Bestimmungen, die darauf ausgerichtet waren, den Bedürfnissen der jeweiligen lokalen Verhältnisse Rechnung zu tragen und deren vorrangiges Ziel darin bestand, die Interessen der lokalen privaten Anleger zu schützen. Ein anderer Umstand, der dieses Problem noch erschwert, besteht darin, daß die Anlage von Depots durch unterschiedliche Satzungen geregelt ist, die unterschiedlichen Depotgesellschaften zugeordnet sind, welche verschiedenen Verwaltungsbehörden unterstehen. An

allen Börsen wird die Abwicklung der Geschäfte von Abrechnungsstellen garantiert, die im allgemeinen immer zu den eigentlichen Börsenbehörden gehören.<sup>(327)</sup>

Gleichzeitig existieren neben diesen Abrechnungsstellen noch eine Reihe nationaler Depots, die hauptsächlich durch ihre Heterogenität gekennzeichnet sind.

Im Gegensatz zu anderen nationalen Einrichtungen wurde die italienische Depot- und Treuhandgesellschaft MONTE TITOLI ohne die Stützung durch ein spezielles Gesetz, sondern lediglich unter dem Schutz der italienischen Zentralbank Banco di Italia gegründet. Dadurch war ihr zwar ein großer Handlungsspielraum gegeben, aber im nachhinein stellte sich heraus, daß dies die Konzentration von Wertpapieren sowie die Emission von Sammelurkunden beeinträchtigte, was zur Folge hatte, daß die italienischen Wertpapiere weiterhin in effektiven Stücken gehandelt wurden.

Die entsprechende britische Depotgesellschaft heißt TALISMAN. Sie stellt jedoch kein Wertpapierdepot im eigentlichen Sinne dar, sondern vielmehr eine Abwicklungs- und Abrechnungsgesellschaft, die der Londoner Börse untersteht.

Bei der französischen Depotgesellschaft SICOVAM handelt es sich um eine private Handelsgenossenschaft, deren Kapital von der Compagnie des Agents de Change und den französischen Banken aufgebracht wird. Ihr belgisches Pendant ist die Caisse Interprofessionnelle des Depots et des Virements de Titres (C.I.K.). Die deutsche Börse verfügt über sieben Kassenvereine, die miteinander verbunden sind und als Wertpapiersammeldepots funktionieren.

Dem Eurobond-Markt stehen zwei Depotgesellschaften zur Verfügung: die CEDEL, die 1970 in Luxemburg gegründet wurde, und die mit ihr konkurrierende EUROCLEAR, die 1978 in Brüssel entstand. Beide sind genossenschaftlich organisiert und für Mitglieder aus aller Welt offen. Die Transaktionen mit Eurobonds werden in verschiedenen Währungen abgewickelt.

Die eigentlichen Wertpapiere werden weder bei der CEDEL noch bei der EUROCLEAR hinterlegt, sondern bei bestimmten Banken in den

---

<sup>(327)</sup> Duncan, Malcom, a.a.O. (Anm. 311) S. 65 f.

verschiedenen Mitgliedstaaten, in denen die Emissionsgesellschaften ansässig sind.

Die wichtigsten Leistungen, welche sowohl die CEDEL als auch die EUROCLEAR erbringen, sind die Verleihung von kurzfristigen Krediten und von Tagesgeldern an ihre Mitglieder und die Gewährung von Lombardkrediten. Dies trägt merklich dazu bei, den Schwierigkeiten, die sich aus der Heterogenität der Fristen für die Abwicklung der Geschäfte an den verschiedenen europäischen Börsen ergeben, vorzubeugen. Andererseits wird es durch das Angebot solcher Leistungen für die übrigen nationalen Depots schwieriger, mit diesen privaten Organisationen in Verbindung zu treten.

Tatsächlich war das Ziel der Einrichtung nationaler Depots weniger die Bereitstellung von Dienstleistungen, als vielmehr die Garantie einer absoluten Integrität des Depotsystems, um die Bedürfnisse der privaten Anleger im Inland zu befriedigen. Eine weitere Schwierigkeit für den Abschluß von gegenseitigen Abwicklungsverträgen zwischen den verschiedenen Depotgesellschaften ist deren unterschiedlicher rechtlicher Status. Während einige Depots wie etwa das SICOVAM Miteigentümer der Wertpapiere sind, sind andere, wie z.B. CEDEL und EUROCLEAR nur Verwahrer. Im dänischen System behält der Deponent die vollen Eigentumsrechte über die Aktien, welche auf seinen Namen lauten. Was die Kassenvereine betrifft, so werden alle bei ihnen in Sammelverwahrung befindlichen Effekten im Namen der Mitgliedsorganisationen hinterlegt, so daß die Kassenvereine keine Eigentumsrechte an den Wertpapieren erwerben. Das zentrale Wertpapierdepot der Niederlande ist das NECIGEF, das als Tochtergesellschaft der Börse mittels eines 1977 verabschiedeten Gesetzes errichtet wurde. Im Gegensatz zu den Eurobonds-Depots CEDEL und EUROCLEAR darf die NECIGEF keine Handelsrisiken eingehen, und daher ist es ihr strengstens untersagt, Kredite oder Darlehen zu vergeben.<sup>(328)</sup>

In Spanien werden derzeit drei Abwicklungssysteme verwendet, die nur Inlandsgeschäfte erfassen, und zwar das "traditionelle", das "nominale" und das "neue" Abwicklungssystem, wobei letzteres

---

<sup>(328)</sup> Näheres, Romano, Pietro, *Börse Valori e Interpretazione del Mercato Nella Comunità Europea*, Milano 1984, S. 78 - 137.

sicherlich am meisten verwandt wird.

In diesem System, welches 1974 eingerichtet wurde, sind die Effekten fungibel, d.h. das Eigentum an den Wertpapieren ist nicht an die konkrete Numerierung der Aktien gebunden.

Auf diese Weise reduziert sich die Bewegung der Titel auf ein Minimum. Sie werden beim Börsenvorstand und bei den Depotbanken hinterlegt, die dem System angehören.

Die neue Überwachungseinrichtung der spanischen Börse "Comisión Nacional del Mercado de Valores" zielt darauf ab, ein neues Abwicklungssystem einzuführen. Die oben genannten drei Systeme werden durch ein zentralisiertes Buchungssystem abgelöst, wobei 1992 die Abwicklung innerhalb von drei Tagen erfolgen soll.<sup>(329)</sup>

Nach dieser Darstellung kann man die Schlußfolgerung ziehen, daß viele Schwierigkeiten auf der Abwicklung von Wertpapiertransaktionen beruhen, wobei folgende die wichtigsten sind.

- (1) Nicht alle Depotgesellschaften dürfen die gleichen Wertpapierarten in Verwahrung nehmen. Extremfälle stellen wohl die NECIGEF, bei der Inhaberpapiere gehandelt werden, und TALISMAN dar, deren Abwicklungssystem diese Art von Wertpapieren zur Zeit nicht zuläßt. Schließlich akzeptiert die CEDEL im Gegensatz zu allen anderen Depots sowohl fungible als auch nicht fungible Papiere. An der holländischen Börse ist das Depotgeschäft seit der Gründung des Amsterdam American Securities Settlement System's (ASAS) nicht mehr nur auf Inhaberpapiere beschränkt.
- (2) Schwierigkeiten ergeben sich auch daraus, daß nicht alle nationalen Depotgesellschaften kraft ihrer Satzung die Möglichkeit haben, mit anderen Depotgesellschaften Abwicklungsverträge zu schließen. In dieser Hinsicht sind SICOVAM und MONTE TITOLI weiter fortgeschritten.

Während SICOVAM auf diesem Gebiet bisher sehr aktiv war, war es der italienischen Gesellschaft trotz ständiger Bemühungen aufgrund der bisherigen Beschränkungen im Devisenverkehr nicht

<sup>(329)</sup> Siehe a.a.O. (Anm. 310) S. 11.

möglich, tätig zu werden. Die deutschen Kassenvereine konnten bis 1985 weder Papiere bei vergleichbaren Gesellschaften im Ausland deponieren noch Abwicklungsverträge mit diesen abschließen.

So hatten die Kassenvereine, auch wenn sie seit ihrer Gründung im Bereich der Abwicklung nationaler Wertpapiere sehr effizient tätig waren, bis vor kurzer Zeit immer noch Probleme mit der Abwicklung und Abrechnung ausländischer Wertpapiere. Um diesen Mangel zu beseitigen, wurde 1975 in Frankfurt eine spezielle Gesellschaft mit der Bezeichnung Auslandskassenverein gegründet, der eigentlich kein echtes Sammeldepot darstellt, da die Dokumente im Namen von deutschen Banken aufbewahrt werden.<sup>(330)</sup>

- (3) Problem der unterschiedlichen Leistungen, welche den Mitgliedsorganisationen angeboten werden. TALISMAN und die Kassenvereine in der Bundesrepublik übernehmen sowohl die Übergabe der Wertpapiere als auch die Abwicklung der Auszahlung.
- (4) Problem der technischen Abwicklung: Vom technologischen Standpunkt aus betrachtet ist die dänische Depotgesellschaft Vaerdipapiercentrale die fortschrittlichste dieser Art in Europa. Wegen der Prädominanz des Marktes für Schuldverschreibungen beschränkt sie ihre Tätigkeit auf diese Wertpapierart.
- (5) Problem hinsichtlich der Währung, in der die Abrechnung erfolgt: Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sehen alle nationalen Deponentsysteme, mit Ausnahme der Niederlande und Luxemburg, nur eine Abrechnung in ihrer jeweiligen Landeswährung vor. Nur so ist es zu erklären, daß die Makler im internationalen Währungsbereich ihre gesamten Anlagepapiere in der Landeswährung abrechnen. Auf diese Weise werden Verluste aus Wechselkursschwankungen vermieden.
- (6) Das Problem der Notwendigkeit eines irgendwie gestalteten materiellen Instruments, das auf allen Gemeinschaftsmärkten

<sup>(330)</sup> Duncan, Malcom, a.a.O. (Anm. 311) S. 69.

lieferbar ist: Bis zur Beseitigung steuerlicher Benachteiligungen der Anleger verschiedener Mitgliedstaaten erscheint die Auslieferung der Stücke selbst nicht nur aus steuerlichen Gründen erforderlich zu sein, sondern auch aus Gründen der Anlegermentalität, die eine Vorliebe für den Besitz materiel-ler Stücke entwickelt hat. Es ist insofern davon auszugehen, daß die meisten Mitgliedstaaten den Anspruch des Anlegers auf Auslieferung der Stücke auch weiterhin gesetzlich schützen werden, solange nicht das Tafelgeschäft bzw. die Ausgabe effektiver Stücke in allen Mitgliedstaaten untersagt wird.<sup>(331)</sup>

Diese unzähligen Hemmnisse bestehen auch weiterhin fort trotz der zahlreichen Verbindungen, die schon zwischen den Mitgliedstaaten geknüpft wurden.

Möglicherweise ist dies darauf zurückzuführen, daß diese Verbindungen bilateraler Art sind. Die entsprechenden Verhandlungen werden meist auf privater Ebene geführt und zielen einzig und allein auf die Lösung der nationalen Differenzen im Einzelfall ab, ohne daß dabei Wege gesucht werden, die sich auf allgemeine Prinzipien stützen. Eine Lösungsmöglichkeit für dieses Problem scheint die Einrichtung eines zentralen Abwicklungssystems mit gemeinsamem Eigentum zu sein, welches die zahlreichen und heterogenen nationalen Depots ersetzt, und das die Verwahrung den zuständigen nationalen Stellen überläßt. Diese Lösung wäre konstruktiver und leichter zu verwirklichen als die Aufrechterhaltung des Instruments bilateraler Verhandlungen, bei denen mehr als sechzig verschiedene Abwicklungsverträge nötig wären, um die zwölf Effektenmärkte der EG miteinander zu verbinden.

Sie scheint auch deshalb vorteilhaft zu sein, weil der internationale Markt schnell wächst, und erst sehr wenige internationale Abwicklungsverträge zustande gekommen sind.

Des weiteren hält man es für angebracht, bei der Entwicklung

---

<sup>(331)</sup> Vgl. Hall, Michael/ Duncan, Malcom, a.a.O. (Anm. 73) S. 361.

dieses europäischen Effektenmarktes der Errichtung eines wirk-  
sameren Abrechnungssystems zwischen den Märkten höchste Priorität  
einzuräumen.

In diesem Sinne könnte es ratsamer sein, die Verflechtung der  
bereits bestehenden nationalen Depots voranzutreiben, als eine  
zentrale Institution zu schaffen. Dies würde zum einen die Ent-  
wicklung der nationalen Institutionen gewährleisten und zum  
anderen das Wachstum eines internationalen Wertpapiermarktes  
innerhalb der Struktur der derzeit bestehenden amtlichen Börsen  
begünstigen.

Doch die derzeitigen Unterschiede bei den Fristen und Abrechnungs-  
verfahren führen dazu, daß der internationale Börsenteilnehmer  
ständig vor dem Problem steht, daß er nicht genau weiß, wo sich  
seine Wertpapiere gerade befinden.

Sein Risiko liegt an sich nicht darin, daß der Geschäftspartner  
möglicherweise die Bedingungen nicht einhält, sondern in der  
wahrscheinlichen Ineffizienz der Abwicklung des Geschäfts.

Es wird auch oft die Meinung vertreten, daß wenn die interna-  
tionale Abwicklung über die nationalen Depotgesellschaften er-  
folgte, der internationale Effektenhandel sich nach und nach von  
den einzelnen nationalen Börsen auf externe und unabhängige  
Handelsorganisationen verlagern würde, so daß die nationalen  
Börsen Gefahr liefen, zu bloßen Lokal- oder Provinzmärkten degradi-  
ert zu werden. Alles weist darauf hin, daß die europäischen  
Abwicklungsmärkte und -organisationen bald nicht mehr in der Lage  
sein werden, den Hauptmarkt ihrer nationalen Wertpapiere unter  
Kontrolle zu halten - es sei denn, daß sie rechtzeitig Maßnahmen  
zur Schaffung eines Euroeffektengirosystems ergreifen.<sup>(332)</sup>

Man muß zugleich daran erinnern, daß die nationalen Depotge-  
sellschaften ihre Einkünfte aus den Gebühren für die Verwahrung  
beziehen. Daraus folgt, daß es für die kleineren Depots immer  
schwieriger wird, ausreichende Einkünfte zu erzielen, wenn sich

<sup>(332)</sup> Vgl. dazu die Bestrebungen dafür auf dem amerikanischen Markt mit der  
Schaffung der Depository Trust Company, die Übertragungen zwischen  
den US-Börsen erleichtert und rund 95% des US-Aktienbestandes ver-  
wahrt in: Hall, Michael/ Malcom, Duncan, a.a.O. (Anm. 73) S. 36.

der überwiegende Teil des Handels ihrer Wertpapiere auf internationale Abwicklungsgesellschaften verlagert. Dies wird eine Erhöhung ihrer Gebühren nach sich ziehen, was ihre Konkurrenzfähigkeit nicht gerade verbessern dürfte. Schließlich könnte man noch annehmen, daß eine integrierte europäische Abwicklungsorganisation, die auf der Verflechtung der nationalen Depots basiert, mittels eines zentralen Abwicklungsorganismus nicht nur in großem Maße die Aufbewahrung von Wertpapieren in ihrem Herkunftsland erleichtern würde, sondern gleichzeitig auch die Auszahlung von Dividenden und Zinsen auf internationaler Ebene.<sup>(333)</sup>

Für die nationalen Börsen und Depots wäre somit der mögliche Fortbestand des Hauptmarktes für ihre jeweiligen nationalen Wertpapiere innerhalb eines zukünftigen Weltmarktes gewährleistet.

#### VIII. DIE STEUERLICHEN SCHRANKEN ALS HINDERNIS DER REALISIERUNG EINES EUROPÄISCHEN KAPITALMARKTES

##### 1. Ausgangslage der Harmonisierung

Wenn die Ursachen, welche die nationalen Märkte voneinander abgrenzen, auch vielfältig sind, so stehen doch zunächst steuerliche Aspekte im Vordergrund. Die steuerliche Behandlung hat sowohl auf den Anleger als auch auf den Emittenten einen entscheidenden Einfluß bei der Wahl der Finanzinstrumente. Es ist offensichtlich, daß das zu erreichende Ziel die Neutralisierung der nationalen Steuersysteme ist, so daß für die Kapitalbewegungen innerhalb der Gemeinschaft analoge Bedingungen zu denen eines Binnenmarktes geschaffen werden können. Gemäß dem Segré-Bericht beinhaltet dieses Ziel im wesentlichen drei Forderungen:

<sup>(333)</sup> Duncan, Malcom, a.a.O. (Anm. 311) S. 7.



- (1) Die Besteuerung sollte die Wahl des Ortes der Anlage oder des Geschäfts nicht beeinflussen. Diese Bedingung ergibt sich unmittelbar aus der angestrebten Marktgröße, die den nationalen Rahmen überschreiten soll.
- (2) Die Besteuerung sollte keinen Einfluß auf die Wahl des Anlegers zwischen der Direktanlage und der Inanspruchnahme eines Finanzinstituts haben.
- (3) Die Besteuerung müßte in den einzelnen Mitgliedstaaten gleichwertige Anreize für die Entwicklung der einzelnen Anlagearten und Finanzierungsmöglichkeiten bieten.

Daher hat sich die Kommission für die Abschaffung der indirekten Steuern ausgesprochen, welche die Börsengeschäfte in den Mitgliedstaaten belasten. Diese Steuern führen zu Doppelbelastungen und zu Belastungsunterschieden. Die Kommission befürwortet die Abschaffung dieser Steuern mit der Begründung einer besseren Wahrnehmung der Wertpapiermarktfunktionen und einer Kostenreduzierung beim An- und Verkauf von Wertpapieren.<sup>(334)</sup> Die Kommission hat dem Rat die zwei bereits erwähnten Richtlinienvorschläge gegen die indirekte Besteuerung auf Geschäfte mit Wertpapieren unterbreitet, auf welche in der Analyse eingegangen worden ist.<sup>(335)</sup>

Die Kommission hat bezüglich der direkten Steuern in dem Harmonisierungsprogramm für direkte Steuern, welches am 26. Juni 1967 vorgestellt wurde und in ihrem Memorandum von 5. März 1969 über die Umstrukturierungsmaßnahmen auf dem Gebiet der direkten Steuern

---

<sup>(334)</sup> Eine solche Abschaffung, deren Ziel von der Kommission lange Zeit verfolgt wurde, scheint schwer durchsetzbar zu sein. So ist in der Presseerklärung vom 13.03.1987 nachzulesen, daß die Abschaffung der Börsenumsatzsteuer von der Bundesregierung nicht vorgesehen ist. Demgegenüber vertreten sämtliche Börsenbehörden die Meinung, daß "Umsatzrückgänge und damit verbundene Steuerausfälle für den Fiskus Arbeitsplatzauswirkungen im Finanzsektor mit entsprechenden Folgen für den Dienstleistungssektor sowie Marktanteilverluste die Konsequenzen sein werden."

<sup>(335)</sup> Abl. Nr. C 133 vom 14.06.1976, S. 1 und Komm. (87) 139 end. vom 09.04.1987, siehe Kapitel B, Abschnitt VII, 7.1.

zur Erleichterung der Entwicklung und der Analyse der Kapitalmärkte in der EG ihr großes Interesse betont, das sie der Lösung der Probleme entgegenbringt, welche aus den Quellenabzügen auf Dividenden und Obligationszinsen resultieren.

Zunächst ist es verständlich, daß die Staaten, die derartige Abzüge vornehmen, in diesem Punkt besonders empfindlich reagieren, solange noch keine gemeinschaftliche Lösung dafür in Sicht ist.

Das Interesse an diesen Abzügen ist dreifach begründet:

- (1) Der Quellenabzug ist ein Mittel zur Aufbesserung der Haushaltseinkünfte.
- (2) Er ermöglicht es, die Verluste im Falle einer Steuerhinterziehung in Grenzen zu halten, denn die Steuer wird letztlich einbehalten, wenn der Steuerpflichtige diese Einkünfte nicht deklariert.
- (3) Er gibt dem Staat die Möglichkeit, sein Recht auf Besteuerung in den internationalen Beziehungen zu behaupten und einen Teil der Steuer einzubehalten, welcher schließlich dem betreffenden Einkommen unterliegt, auch wenn es von einem Nichtgebietsansässigen stammt.

Vorausgesetzt, daß die Quellenabzugssätze in den Mitgliedstaaten stark variieren, und daß Fälle einer Doppelbesteuerung trotz der Abkommen zwischen den Staaten weiterbestehen, folgt daraus, daß dieses System aufgrund von bedeutenden Kapitalverlagerungen, Doppelbesteuerungen und Komplikationen für den Anleger daraus nicht sehr befriedigend ist.

Die Ideallösung bestünde in der Abschaffung jeglicher Quellenabzüge und in der ausschließlichen Besteuerung der Einkommen in dem Land, in dem der Empfänger dieses Einkommens seinen Wohnsitz hat.

Eine leichter zu verwirklichende Alternative wäre, um das System des Quellenabzugs transparenter und neutraler zu gestalten, eine Auferlegung oder eine Zurückerstattung des Quellenabzuges, sofern

er die Steuersumme des Empfängers im Land seines Wohnsitzes übersteigt, als ob es sich dabei um ein Einkommen nationalen Ursprungs handelte.

Diese Lösung sieht die Möglichkeit vor, ein Finanzausgleichssystem zwischen den Mitgliedstaaten einzuführen. Was die Sätze anbelangt, die eine bedeutende Rolle bei der Wahl der Investoren spielen, sieht die Kommission vor, sie aufeinander abzustimmen.

Bezüglich der Obligationszinsen hat sich die Kommission für das Prinzip eines substantiellen Quellenabzugs in der Größenordnung um fünfundzwanzig Prozent ausgesprochen.

## IX. EINE STRATEGIE FÜR DIE SCHAFFUNG EINES INTEGRIERTEN EFFEKTEN- MARKTES IN EUROPA: DAS PROGRAMM IDIS

Die Börsenbehörden in den Mitgliedstaaten haben lange Zeit die Idee verfochten, daß die beste Möglichkeit zur Verflechtung der Effektenmärkte der EG die Verbindung der offiziellen Märkte sei. Damit traten sie dafür ein, die Parketts der verschiedenen Börsen miteinander zu verknüpfen. Sie vertraten des weiteren die Auffassung, daß dies die einfachste Lösung sei, die ohne die Notwendigkeit einer sofortigen Harmonisierung der nationalen Handelssysteme in die Tat umgesetzt werden könne.<sup>(336)</sup>

Allerdings haben die Ereignisse gezeigt, daß an den Börsenplätzen mit höherem Handelsumsatz, d. h. in London mit dem SEAQ<sup>(337)</sup>, in New York mit dem NASDAQ<sup>(338)</sup> und in Tokio mit dem CORES<sup>(339)</sup> der Handel nicht mehr auf dem Börsenparkett stattfindet, sondern über die genannten interaktiven Kommunikationssysteme abgewickelt wird. Dadurch konnte die relativ hohe Kosten verursachende Versammlung von Händlern vermieden und es konnten Abwicklungsfehler weitgehend ausgeschlossen werden.<sup>(340)</sup>

Für die europäischen Märkte wird die enge Verbindung der Börsenmitglieder untereinander über ein von den Börsen selbst installiertes, verwaltetes und kontrolliertes Computernetz eine Bedeutung bekommen, die Auswirkungen auf die zukünftige Wettbewerbsfähigkeit der Börsenplätze haben wird. Nur auf diese Weise können die europäischen Börsen wieder Anschluß an den internationalen Markt für variable Renten finden, der im sprunghaften Wachstum begriffen ist, und der sich tendenziell nach Amerika und Japan zu verlagern scheint.<sup>(341)</sup>

<sup>(336)</sup> Duncan/ Malcom, a.a.O. (Anm. 311) S. 17.

<sup>(337)</sup> Stock Exchange Automated Quotes.

<sup>(338)</sup> National Association of Securities Dealer Automated Quotation System.

<sup>(339)</sup> Computer-Assisted Order Routing and Execution System.

<sup>(340)</sup> Gerke, Wolfgang/Aignesberger, Christoph, "Computerbörse für den Finanzplatz Deutschland", Das Kreditwesen Nr. 22, 1987, S. 1027.

<sup>(341)</sup> Duncan/ Malcom, a.a.O. (Anm. 311) S. 72, vgl. Gerke, Wolfgang/Aignesberger, Christoph, a.a.O. (Anm. 340) S. 1028, die in bezug auf die deutschen Börsen behaupten, daß die Anwendung dieser neuen Technik nicht zu verhindern, sondern nur zu verzögern sei.

Ein Markt, der solche Merkmale aufweist, würde eine äußerst große Konzentration der Handels- und Kapitalvolumina zur Folge haben, die Transparenz des Marktes fördern, optimale Voraussetzungen für die Überwachung und Kontrolle der Tätigkeiten der Börsen und deren Mitglieder bieten und letztlich faire Marktbedingungen für große und kleine Emittenten und Anleger schaffen. Aus diesen Gründen hat der Börsenausschuß der EG ein Interbourse System entwickelt, das IDIS, das ein Netz für den Effektenhandel der europäischen Börsen bildet.<sup>(342)</sup>

Grundlage dieser Arbeit ist die Projektumschreibung, die dem europäischen Börsenausschuß Anfang 1983 vorgelegt wurde, und in der die Möglichkeit eines Informationsverbundes zwischen den Börsen der EG auf der Basis öffentlich verwalteter Kommunikationseinrichtungen festgestellt und bekräftigt wird. Das Programm wurde in vier verschiedenen Phasen unterteilt:

- Die erste Phase besteht in der Übermittlung der letzten Kursnotierungen und wird daher "historic data" genannt. Die Entwicklung dieser Phase, die schon an den Börsen von Amsterdam, Brüssel, Kopenhagen, Dublin, London, Luxemburg, Madrid, Mailand und Paris eingeführt worden ist, hat dazu geführt, daß an diesen Börsenplätzen schon Investitionen zur Modernisierung der EDV-Systeme vorgenommen wurden.<sup>(343)</sup>

---

<sup>(342)</sup> Banares, Ignacio, Euroviews, Nr. 2/1987, S. 4; Näheres Hall, Michael/Duncan, Malcom, a.a.O. (Anm. 73) S. 316.

<sup>(343)</sup> Über die EDV-Systeme verschiedener Mitgliedstaaten, vgl. Wieschring, Otto, Telekurs jetzt in Frankfurt präsent; Aktuelle Finanzinformationen aus der größten Wertpapier-Datenbank, Bankkaufmann 1/1988, S. 18 ff. Über die Arbeiten an deutschen Börsenplätzen vgl. DTU-Gutachten über EDV-Konzeption. Elektronisches Info-System für die Präsenzbörse und den außerbörslichen Handel-Siemens für den Bereich Börse, IBM für den Kassenverein und die AKV-Anwendung, Nr. 218 Börsenzeitung vom 13.11.1987; Demnächst zentrale Erfassung aller deutschen Börsenaufträge? Neues Konzept für die Börsen-Datenzentralen und die Auftragsabwicklung, FAZ Nr. 106 vom 06.05.1988, S. 18. über das EDV-System in Spanien, vgl. La Modernizacion de la Bolsa de Madrid paso a paso, Bolsa de Madrid Nr. 100 vom 1/2 1987, S. 17.

- Die zweite Phase schafft ein integriertes System, mit dem die Angebots- und Nachfragepreise übertragen werden. Das größte Problem, das diese Phase aufwirft, ist die Gegenüberstellung der Preise an den verschiedenen europäischen Börsen, insbesondere aufgrund der Tatsache, daß die Kursnotierungen für die einzelnen Werte in der jeweiligen Landeswährung erfolgen (außer in Amsterdam).

Diese Phase sieht in der Zukunft auch die Einführung von statistischen Angaben, Finanzinformationen und sogar eines eigenen Indexes vor. Für die Verwirklichung dieses Vorhabens ist es jedoch nötig, daß die angeschlossenen Börsen ein System fortlaufender Kursnotierungen und ein gewisses Niveau auf organisatorischer und technischer Ebene aufweisen.

- Die dritte Phase soll die Möglichkeit schaffen, den Börsenhandel über Computer abzuwickeln, wobei diese Geschäfte streng von den Börsenmitgliedern kontrolliert werden.
- Die vierte Phase soll ein System der Abwicklung und Abrechnung zwischen allen Börsen der EG schaffen.<sup>(344)</sup>

Abgesehen von seiner Auswirkung auf die Verflechtung des Effektenhandels innerhalb der EG stellt die Verwirklichung des Programms einen entscheidenden Schritt für die Harmonisierung des Börsenrechts der Gemeinschaft dar, denn eine Weiterentwicklung der Angleichung ist unmöglich, wenn Probleme wie das der unterschiedlichen Handelszeiten und Kursbildungssysteme weiterbestehen.<sup>(345)</sup>

---

<sup>(344)</sup> Paelinck, Jean-Pierre, vgl. Manuskript des Vertrages, "How exchanges are working multilaterally", gehalten an der University of Alabama am 06.04.1988, Committee of Stock Exchanges in the EEC, S. 2 f.

<sup>(345)</sup> Für die weitere Problematik des Systems siehe Hall, Michael/ Duncan, Malcom, a.a.O. (Anm. 73) S. 318 ff.

## SCHLUSSFOLGERUNG

Margaret Thatcher hat kürzlich ihrer Skepsis gegenüber der Schaffung der Vereinigten Staaten von Europa Ausdruck verliehen. Arbeiten wie die vorliegende sind ein Zeichen für das Vertrauen darauf, daß die Wirklichkeit solche Behauptungen widerlegen wird. Ich wollte mit dieser Untersuchung über die Harmonisierung des Börsenrechts in der Europäischen Gemeinschaft die Tragweite dieses wesentlichen Teiles des Kapitalmarktes für die Verwirklichung der Ziele der Gemeinschaft analysieren. Dies soll vor allem zeigen, daß es nach 30 Jahren Europäischer Gemeinschaft an der Zeit ist, wirtschaftliche und politische nationale Egoismen zu überwinden und den Schritt zu einem wirklich grenzenlosen Europäischen Markt für Finanzierungsmöglichkeiten und Finanzdienstleistungen zu wagen, der die Rahmenbedingungen für einen freien und uneingeschränkten Wettbewerb auf diesem Sektor schafft. Nicht ohne Grund schrieb George Bernard Shaw vor 60 Jahren: "Capital has no country, being at home everywhere. Restrictions on trade at home, however, beneficial, drive it abroad." Aber auch wenn die Freiheit des Kapitalverkehrs eine notwendige Voraussetzung für die Schaffung eines integrierten Effektenmarktes darstellt, ist sie allein hierfür nicht ausreichend. Vielmehr ist auf die dringende Notwendigkeit einer Verknüpfung der Europäischen Effektenmärkte hinzuweisen und zwar unter zwei Gesichtspunkten: Zum einen hinsichtlich ihrer Wettbewerbsfähigkeit auf internationaler Ebene, vor allem jedoch, weil nur auf diese Weise Erträge, Sicherheiten und Liquiditäten geschaffen werden können, die dafür sorgen, daß das vorhandene Kapital produktiven Investitionen zugute kommt, und weil auf diese Weise gleichzeitig erreicht wird, daß die europäischen Effektenmärkte ihre Finanzierungen hinsichtlich der Verfügbarkeiten, Kosten und Fristen so gestalten, daß den wirtschaftlich wünschenswerten Projekten ausreichende Mittel zur Verfügung stehen.

Weiterhin ist hierdurch die bestmögliche Verteilung der gesamten

europäischen Anlagen auch auf die einzelnen Klein- und Mittelbetriebe gewährleistet; schließlich wird die nötige Kontrolle des Anlegerschutzes, die weiterhin den nationalen Aufsichtsbehörden obliegt, in den einheitlichen Rahmen der Gemeinschaftsrichtlinie eingebunden.

Dabei wird deutlich, daß die Harmonisierungsnormen, von denen in dieser Arbeit die Rede war, Bestimmungen von eindeutig integrativem Charakter enthalten, nämlich solche, die nicht nur darauf abzielen, unterschiedliche Behandlungen in den verschiedenen Mitgliedstaaten zu verbieten, sondern ausdrücklich gebieten, auf welche Weise eine grenzüberschreitende Tätigkeit von Personen oder Institutionen ermöglicht werden soll.

Freilich liegt es auf der Hand, daß das Funktionieren eines integrierten Europäischen Marktes nicht nur Harmonisierungsmaßnahmen erfordert, sondern auch die Einführung von:

- "strukturellen Maßnahmen", die auf die Konzentration von Börsen abzielen, indem sie den nationalen Märkten mehr Bedeutung verschaffen, ohne dabei die regionalen Börsen abzuschaffen,
- Maßnahmen der "personellen Integration", die auf die Gründung von Gesellschaften aus Börsenmaklern und Dritten hinwirken, welche über eine ausreichende Kapitalbasis verfügen, um selbständig in großem Umfang mit Finanzierungen Handel treiben und so den Markt erweitern zu können,
- "technische Maßnahmen" wie die Schaffung fortlaufender Märkte eines Systems der Preisbildung, das sich an den Möglichkeiten des elektronischen Datenaustausches oder der modernen Telekommunikation orientiert, eines Steuersystems, das weder den Anleger noch den Emittenten von börsennotierten Papieren innerhalb der Gemeinschaft unterschiedlich behandelt sowie von gemeinschaftsweit einheitlichen "Clearing Systems" und Depotsystemen,



- sowie von "Maßnahmen zur räumlichen Integration", das heißt die Schaffung eines Kommunikationsnetzes zwischen den einzelnen Börsensälen.

Was die Verwirklichung der in dieser Arbeit entwickelten Ziele angeht, so sind die Bemühungen der Mehrzahl der Börsen und der für sie zuständigen staatlichen Institutionen hervorzuheben. Indessen ist nicht zu verkennen, daß man von einer wirklichen Integration noch weit entfernt ist, daß jedoch die notwendigen Reformen nicht aufgrund äußerer Zwänge erfolgen sollten, sondern aufgrund von freiwilligen Vereinbarungen. Diese müssen eine wirksamere Zusammenarbeit der genannten Beteiligten beinhalten, die sich weniger als Konkurrenten verstehen dürfen, denn als Partner in dem gemeinsamen Bemühen, den Rang zu wahren, den sie im internationalen Markt innehaben, und die dabei eine positivere Haltung gegenüber zukünftigen Harmonisierungsprojekten an den Tag legen sollten, als sie sie bisher gezeigt haben. Nur auf diese Weise wird eine einheitlichere und gemeinsamere Entwicklung der Effektenmärkte in den Mitgliedstaaten erreicht werden.

## VERZEICHNIS DER ABKÜRZUNGEN

a.a.O.	am angegebenen Ort
ABl.	Amtsblatt
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Anm.	Anmerkung
A.R.	Arrête Royal
Art.	Artikel
ASCL	American Journal of Comparative Law
Aufl.	Auflage
B.B.	Banco de Bilbao
BBTC	Borsa, Banca et Titoli di Credito
Bd.	Band
B.G.	Banco Guipuzcoano
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BO	Börsenordnung
B.O.E.	Boletín Oficial del Estado
BörsG.	Börsengesetz
BörszulVO	Börsenzulassungsverordnung
BSV	Komm.-Börsensachverständigenkommission
Bull. der EG	Bulletin der Europäischen Gemeinschaft
Cah. Dr. Eur.	Cahier de Droit Européen
CDAC	Comitato Direttivo die Agenti die Cambio
CB	Commission Banquaire
CEE	Comunidad Economica Europea
CMLR	Common Market Law Review
CMMC	Central Market Management Committee
COB	Commission des Opérations de Bourse
CONSOB	Commissione Nazionale per la Societa e la Borsa
CP	Codigo Penal
CSI	Council for the Securities Industry
ders.	derselbe
Ed.	Editorial
EEA	Europäische Einheitliche Akte
EG	Europäische Gemeinschaft
Endg.	Endung
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuR	Europarecht
f., ff.	folgend, folgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FEBV	Fédération Européenne des Bourses de Valeurs
FIBV	Fédération Internationale des Bourses de Valeurs
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift

Gazz Uff	Gazzeta Ufficiale
HGB	Handelsgesetzbuch
hrsg.	herausgegeben
IAI	Instituto de Analistas de Inversiones
ICE	Información Comercial Española
ICJC	Instituto de Censores y Jurados de Cuentas
IEE	Instituto d'Etudes Européennes, Instituto de Estudio Europeos
i.S.v.	im Sinne von
insb.	insbesondere
JBL	Journal of Business Law
KAGG	Kapitalanlagegesellschaftsgesetz
Kap.	Kapitel
Nr.	Nummer
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
JCCL an SR	Journal of Commercial Comparative Law and Securities Regulation
Jur. Diss.	Juristische Dissertation
Komm.	Kommission
OECD	Organisation für Wirtschaftl. Zusammenarbeit und Entwicklung
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlage in Wertpapieren
OPA	Oferta Publica de Adquisición
PEE	Papeles de Economía Española
RDBB	Revista de Derecho Bancario y Bursatil
REFC	Revista Española de Financiación y Cartabilidad
Rev. M.C.	Revue du Marché Commun
Riv. Soc.	Rivista Societaria
RI	Richtlinie
Rs	Rechtssache
Rnd	Randnummer
S.	Seite
SEC	Securities Exchange Commission
Slg.	Sammlung
Verf.	Verfasser
Vgl.	Vergleiche
VO	Verordnung
z.B.	zum Beispiel

## I. Bücher, Dissertationen, Kommentare und Untersuchungsberichte

- Bartolomé, Rafael La bolsa en el mundo, organización y funcionamiento de todas las bolsas existentes, Bilbao, Ed. Deusto 1980.
- Baruch, Lev. Análisis de estudios financieros, Esic, Madrid 1978.
- Belmont European Community Law Offices A guide to Community and Member State Banking Law Legislation, London 1987.
- Beutler/Bengt/Bieber Die Europäische Gemeinschaft, Rechtsordnung und Politik, 3. Aufl., Baden-Baden 1987.
- Beyer/Fehling/Bock Die deutsche Börsenreform und Kommentar zum Börsengesetz, Frankfurt a. Main 1975.
- Bolsa de Madrid/IAI Curso de Introducción a la Bolsa, Madrid 1987.
- Bremer, Heinz Grundzüge des deutschen und ausländischen Börsenrechts, Heidelberg, Berlin, New York 1969.
- Burgio, Mario Derecho fiscal europeo, IEE, Madrid 1983.
- Cano, José Ramón Mediación, Fe pública y derecho bursátil, Madrid 1982.
- Carazo, Calvijo La tributación de los títulos valores en el impuesto sobre el patrimonio, Estudios sobre tributación bursátil, Madrid 1987.
- Constantinesco, Leontin-Jean Das Recht der EG, 1. Band, Baden-Baden 1945-1975.
- Cooper and Cridlan Law and procedure of Stock Exchange, London 1971.
- Cubillo, Carlos Directrices de derecho de sociedades y de bolsa, Instituto de censores jurados de cuenta, Madrid 1985.

- Didier Dictionnaire du marché commun,  
4. Aufl. Paris 1986.
- Dominguez, Rodicio Los incrementos y disminuciones  
patrimoniales desde una per-  
spectiva de derecho interno,  
Estudios sobre tributación bursá-  
til, Editorial Civitas,  
Madrid 1987.
- Engel, Louis/Boyd, Brendan How to buy stocks, New York 1983.
- Flöge, Rainer Die Verbesserung der deutschen  
Effektenbörsen unter besonderer  
Berücksichtigung der Auswirkungen  
einer zunehmenden Integration der  
europäischen Effektenmärkte im  
Rahmen der Europäischen  
Wirtschaftsgemeinschaft, Darm-  
stadt 1970.
- Gabler Wirtschaftslexikon, 10. Aufl.,  
1979.
- Groeben/Thiesing u.a. Kommentar zum EWG-Vertrag, 1. Bd,  
4. Aufl., Baden-Baden 1983.
- Hall, Michael/Duncan, Malcom Vorschlag für einen Europäischen  
Markt mit Dividendenwerten durch  
einen Verband der Börsen der  
Gemeinschaft, Bericht für die  
Kommission und den Börsenausschuß  
der EG, Brüssel 1985.
- Handbuch für europäische  
Wirtschaft Börsenblatt 4. Aufl. 9. Bd. Ba-  
den-Baden/Frankfurt a. Main 1967.
- Henning/Pigot/Scott Financial markets and the eco-  
nomy, 2. Aufl., New Jersey 1975.
- Ders. Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1960.
- Hintner, Otto Geld-, Bank- und Börsenwesen,  
36. Aufl. Stuttgart 1968.
- Hubert, Ernst Rudolf Wirtschaftsverwaltungsrecht  
1.Bd., 2. Aufl., Tübingen 1953.
- Institut d'Etudes Européennes Le régime juridique des titres de  
sociétés en Europe et aux Etats-  
Unis, Bruxelles 1970.

- Kiemel, Wolfgang Handbuch des Europäischen Rechts, 230. Lieferung, November 1986.
- Klages, Joachim Die Richtlinie der EG über den Börsenzulassungsprospekt, Baden-Baden 1981.
- Kommission der Europäischen Gemeinschaften Auf dem Weg zur Europäischen Börse, Symposium vom 13. und 14. November 1980 in Brüssel.
- Leleux L'action de la communauté en matière de libération des mouvements des capitaux: L'émission des titres, Bruxelles 1970.
- Löber, B./ Penster, W./Reichmann Spanisches Handelsgesetzbuch, Zweitgesetzesausgabe, Frankfurt 1984.
- Luftalla, Georges Actas del congreso de las bolsas de valores de los países de la CEE, Milano 1962.
- Lutter, Marcus Europäisches Gesellschaftsrecht, Berlin, New York 1979.
- Maestriperi, Cesare La libre circulation de capitaux dans la CEE, progrès vers l'union économique et monétaire, 1975.
- Matthes, Gottfried Das Recht der Kursmakler, Marburg 1932.
- Meithner, Karl Die Preisbildung an den Effektenbörsen, Wien 1930.
- Merkel, Hans-Günther Theorie der Kapitalmarktpolitik, Berlin 1955.
- Meyer, Oscar/Bremer, Heinz Börsengesetz nebst Ausführungsbestimmungen, 4. Aufl., Berlin 1957.
- Nedon, Hans Die rechtliche Stellung des Kursmaklers, Diss. Leipzig 1936.
- Nußbaum Kommentar zum Börsengesetz, München 1910.
- Obst, Georg/Hintner, Otto Geld-, Bank- und Börsenwesen, 36. Aufl., Stuttgart 1968.

- Pabst, Reinhart                    Prospektzwang und Prospekthaftung  
in den sechs Gründerstaaten der  
Gemeinschaft und der Schweiz,  
Jur. Diss. März 1972.
- Prion, Willy                        Ist die Börse reformbedürftig ?,  
Berlin 1932.
- Privato, Giorgio                    La borsa valori, Bericht, Milano  
1972.
- Rabut, Albert                      Le droit des bourses de valeurs  
et des agents de change, Paris  
1983.
- Ress, Georg                         La libre circulation des per-  
sonnes, des services et des capi-  
teaux, Treinte ans de droit  
communautaire, 1982.
- Rodríguez, Pedro Ruiz de Salazar    Las bolsas de valores en el  
mundo. Instituto de estudios ban-  
carios y financieros, Madrid  
1975.
- Romano, Pietro                      Borsa valori e interpretazione  
dei mercati nella Comunita  
Europa, Milano 1984.
- Schmidt, Hartmut                    Vorteile und Nachteile eines in-  
tegrierten Zirkulationsmarktes  
für Wertpapiere gegenüber einem  
gespaltenen Effektenmarkt, Kol-  
lektion Studien, in der Reihe:  
Wettbewerb-Rechtsangleichung  
Nr. 30, Brüssel, März 1977.
- Schmidthof, C.M./Kay, M./Morse    Palmer Company Law, 1976.
- Schwark, Eberhard                    Kommentar zum Borsengesetz, 1976.
- Ders.                                 Gutachten über die Stellung des  
Kursmaklers im deutschen Börsen-  
wesen unter besonderer Berück-  
sichtigung der Wertpa-  
pierhandelssysteme der USA,  
Großbritanniens und Frankreichs,  
Bochum, Februar 1988.
- Schweizer, M./ Hummer, W.            Europarecht, Frankfurt a.M./  
Metzner 1980.

- Segré-Bericht  
Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarktes, Brüssel, November 1966.
- Seidel, Martin  
Europäische Gerichtsbarkeit und nationale Verfassungsgerichtsbarkeit, Festschrift zum 70. Geburtstag von Hans Kutscher, Baden-Baden 1982.
- Silva de Lapuerta  
La tributación de los valores mobiliarios en la CEE, Estudios sobre tributación bursátil, Editorial Civitas, Madrid 1987.
- Soldatos, P./Vandersaten, G.  
Les instruments du rapprochement des législations dans la CEE, Brüssel, hrsg. von der Universität Brüssel 1976.
- Stignum, Marcía  
The Money-Market, New York 1983.
- Stillich, Oskar  
Die Börse und ihre Geschäfte, Berlin 1909.
- Tilly, Wolfgang  
Die amtliche Kursnotierung an den Wertpapierbörsen, Baden-Baden 1975.
- Trias, Fargas  
El sistema financiero español, Barcelona 1970.
- Trumpler, Heinrich  
Kommentar zum Börsengesetz auf Veranlassung des Zentralverbandes des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes e.V., bearbeitet von Rehm/ Trumpler/ Neukamp/ Thomsen/ Beitz, Berlin 1909.
- Weichert  
Der Big-Bang in London und seine Konsequenzen für den deutschen Wertpapierhandel, Institut für Welt-Wirtschaft, Kiel 1987.
- Will, R./Klopt, K.  
Europäisches Insiderrecht, Stuttgart 1973.
- Wymeersch, Eddy  
Die Effektenmarktaufsicht in der EG, Sammlung der Studien in der Reihe: Wettbewerb-Rechtsangleichung, Nr. 31, Brüssel 1977.



Ders. Supervision of the Securities Markets in the Member States of the European Economic Community, Competition-Approximation of Legislation Series No. 32 and 33, Brüssel 1978, zit.: Supervision.

## II. ZEITSCHRIFTEN UND ZEITUNGEN

- Atienza, Maria Teresa Posibilidades y limitaciones en la desregulación de las bolsas, Círculo de Empresarios, Bol. 33, 1986.
- Banco de Espana Cambios recientes en la organización y regulación de los mercados de capitales, Bol. Económico, Nr.7, 1987.
- Banares, Ignacio Pluralidad e integración de las bolsas españolas, Boletín Financiero, Bolsa de Barcelona Nr. 74, 1980.
- Ders. Euroviews, Nr. 2, 1987.
- Banco Guipuzcuano Adaptación del mercado de acciones a los cambios de la sociedad, Boletín Intercogui, Nr. 11, 12/1983.
- Bank of England Bulletin Nr. 2, 1979.
- Barre, Raymond La funzione delle Borse Valori nello sviluppo della CEE, Banca 1972.
- Bericht über die Pariser Börse, 1985.
- Besano Begey, Sivia Filtro e trasparenza nell'ammissione alla quotazione in Borsa, BBTC 1985.
- Bogaty, Therry Le nouvel economiste Nr. 575, 16/1987.
- Bolsa de Madrid Editorial, Nr. 40, 1981.
- Ders. La Europa comunitaria en Madrid, Nr. 45, 4/1982.

- Ders. Vida y ventura de las operaciones a plazo, Nr. 773/ 1984.
- Ders. La bolsa y la CEE, Nr. 78 4/1985.
- Ders. Jornadas Espana y la CEE, Nr. 78, 4/1985.
- Ders. Editorial, Nr. 91, 7/1987.
- Ders. La modernización de la bolsa de Madrid paso a paso, Nr. 91, 7/1987.
- Ders. Editorial, Nr. 107, 1-2/1988.
- Borsa Valori di Milano Cuaderno Nr. 21, CDAC 1979.
- Börsenzeitung DTU-Gutachten über EDV-Konzeption liegt vor, Nr. 218 vom 13.11.1987.
- Bourdillon, Christopher Le Big-Bang, révolution ou déroute, Banque, Nr. 467, 12/1986.
- Bremer, Heinz Ein europäisches Prospektschema, Die EG, Nr. 6, 1970.
- Buonomo L'informazione societaria in una proposta di direttiva comunitaria, BBTC 1/1975.
- Carrion, Pedro Información y Transparencia: El norte de la reforma del mercado de valores, PEE, Nr. 9, Madrid 1986.
- Concha F. Surinyac, Jordi Situación, BB 2/1986.
- Conthe, Manuel La libertad de movimientos de capital en la CEE, ICE, 1/1987.
- De Benito, Enrique Estadísticas de contratación de las distintas bolsas. La bolsa en 1987, al rojo vivo, Rev. de economía española, Nr. 5102, 1987.
- Ders. La reforma deseable, Ideas empresariales, Nr. 117, 1988.
- Degner, Harald Die Zusammenarbeit der deutschen Wertpapierbörsen. Die Bank, 9/1979.

- Ders. Die Bedingungsrichtlinie des EG-Ministerrates, Die Bank, 12/1979.
- Ders. Die supranationale Zusammenarbeit der Wertpapierbörsen, Die Bank, 7/1980.
- De la Concha, Manuel La situación persente pone de relieve la urgente necesidad de integración de los valores, Bolsa de Madrid, Nr. 83, 1985.
- Die Pariser Börse Bericht, 1985.
- Der Platow-Brief "Der Brüsseler Insider-Begriff ist weit gefaßt", Nr. 83 vom 5.8.1988.
- Die Welt "Startschuß für deutsche Terminbörse in Frankfurt", Nr. 213 vom 13.09.1989.
- Diez Moreno, Fernando Directiva sobre coordinación de la regulación relativa a las OICUM, Noticias-CEE 1986.
- Dufoux, Claude/ Karlin "Marché euroobligatoire: Vers une nouvelle mutation ?"
- Duncan, Malcom, G. Las bolsas de la Comunidad Europea: Ayer, hoy y mañana, PEE, Suplemento sistema financiero, Nr. 5/16, 1986.
- Euromoney Liberalisation and creditation, August 1987.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung "Die Stellung der Kursmakler im Deutschen Börsengesetz liegt vor", Nr. 105, vom 05.05.1988.
- Ders. "Demnächst zentrale Erfassung aller deutschen Börsenaufträge", Nr. 106, vom 06.05.1988.
- Ders. "Deutsche Terminbörse ist im Zeitplan", Nr. 142 vom 21.06.1988.
- Ders. "Neue Geschäfte auf Termin", Nr. 175, vom 01.08.1989.

- Ders. "Computer und Parkett", Nr. 176, vom 02.08.1989.
- Fernandez Flores, Francisco El mercado de capitales del futuro y las bolsas de valores, PEE, Nr. 19, 1984.
- Ders. Los intermediarios bursátiles: Problemática actual y perspectivas futuras, ICE 4/1983.
- Ferrarini, Guido La direttive communitarie in tema di mercato mobiliare, BBTC, 1983.
- Frankfurter Wertpapierbörse Geschichte-Organisation-Arbeitsweise, 35. Aufl., Mai, 1988.
- Freiherr von Oppenheim Harmonisierung des Börsenrechts, Die Bank 9/1979.
- Fuentes Quintana, Enrique Bolsa de valores, problemas de hoy, soluciones de mañana, Bolsa de Madrid, Nr. 100, 1986.
- Garralda, I./Guerrero, P. Los mercados monetarios en bolsa, ICE, Nr. 614, 9/1984.
- Gehrmann, Dieter Stand der Kapitalmarktliberalisierung in der EWG, Wirtschaftsdienst, 1972.
- Gericke, Horst Harmonisierung der Emissions- und Börsenpublizität in der EG, Die Bank, 1/1980.
- Gerke, W./Aignesberger, Ch. Computerbörse für den Finanzplatz Deutschland, Das Kreditwesen, Nr. 22, 1987.
- Gleske, Leonard Probleme eines europäischen Kapitalmarktes, Bank-Betrieb, Nr. 3, 1967.
- Guilarte Sánchez, Juan Proliferación de demandas contra mediadores bursátiles en E.E.U.U. RDBB, 1986.
- Hessels, Jean-Michel Un marché européen intégrée des valeurs mobilières, Le Monde des Caisses, 1972.

- Jimenez, Latorre/Jurado, Guindo Algunos efectos económicos de la inversión extranjera en España, ICE, 8/1985.
- Knowles, Michael El broker de divisas en Londres, ICE Nr. 614, 1/1984.
- Larcier Pour ou contre une SEC européenne, Banque, 1967.
- Laux, Manfred Europäisches Investment-Recht setzt neue Maßstäbe, Die Bank, 4/86.
- Lempereur, Claude Vers un code européen de bonne conduite pour les transactions sur valeurs mobilières, La Banque, 1977.
- Ders. Des règles européennes de bonne conduite sur les transactions en valeurs mobilières, Banque, 1977.
- Martínez de Campos, Carlos Liberalización de las inversiones: Una necesidad y un reto, Ejecutivos financieros, 1/1987.
- Martínez Lafuente, Antonio Proyecto de directiva sobre supresión de los tributos que gravan la transmisión de títulos valores, Noticias CEE, Madrid 1987.
- Ders. Directriz comunitaria de 17 de Julio de 1969, reguladora del derecho de aportación, Crónica tributaria, Nr. 30, 1979.
- Mignoli Amissione al listino di borsa e normativa comunitaria sulle società, Relazione Tenuta al Convegno, Organizzato de CDAC, Milano 1981.
- Morales, Rafael Los mercados de valores en la próxima década, Situación, B.B. 4/1988.
- Müller, Klaus Ein europäischer Börsenzulassungsprospekt - Schrittmacher oder Hemmschuh einer Kapitalmarktintegration, Bank-Betrieb 4/1973.

- Ders. Europäische Wohlverhaltensregeln, Die Bank 6/1988.
- Ders. Der europäische Finanzraum nimmt Gestalt an, Die Bank 4/1988.
- Ders. Richtlinie für Verkaufsprospekte für Wertpapiere, Die Bank 7/1989.
- Oppenheim, Alfred Harmonisierung des Börsenrechts, Die Bank 9/1979.
- Ortiz Arce, Antonio La libre circulación de capitales, Noticias CEE, 1986.
- Paelinick, Jean-Pierre Manuskript des Vortrages "How exchanges are working multilaterally". Gehalten an der University of Alabama am 06.04.1988, Committee of Stock Exchanges in the EEC.
- Padoa-Schioppa Europäische Kapitalmärkte zwischen Liberalisierung und Restriktion, Integration 1/1983.
- Portale I bilanci straordinari delle società per actions, Riv. Soc., 1978.
- Presse und Information der Französischen Botschaft Nr. 17 vom 04.05.1988.
- Problèmes économiques Les marchés internationaux et les marchés des actions dans le monde en 1985, Nr. 1595, 1985.
- Ramos, Francisco Javier El papel de la bolsa en el sistema financiero, ICA, 9/1983.
- Rickebächer, Kurt Strukturelle Schwächen des europäischen Kapitalmarktes, Bank-Betrieb, Nr. 3/1967.
- Roldán, Jimenez, Antonio Reformas en algunos mercados de valores, Situacion, B.B., 4/1986.
- Rosen, v. Rüdiger Finanzplatz Deutschland von Widersprüchen gekennzeichnet, Bankkaufmann, 1/1988.

- Rossi  
Transparenza e vergogna, le Società e la Borsa, Il saggiatore, Milano 1981.
- Russel-Walling/Farmbrough  
Financial Weekly vom 22.10.1987.
- Sarmet, Marcel  
Le prospectus européen d'admission en bourse, La Banque, 1978.
- Seidel, Martin  
Escape clauses in European Community Law, CMLR 2978.
- Ders.  
Freiheit des Kapitalverkehrs und Währungspolitik, Vorträge, Reden und Berichte aus dem Europa-Institut der Universität des Saarlandes, Nr. 3, 1982.
- Schmidt, Hartmut/Döhrmann, A.  
Der Geregelt Markt, Sparkasse, 9/1987.
- Schmitthoff, C.M.  
The issue of securities in Great Britain, Journal of Business Law, 1/1969.
- Schmitthoff, C.M./Kay, M./Morse, GK  
Palmer Company Law, 1976.
- Schneiter, Bertrand  
Le cité de Londres a la veille du Big-Bang, Banque, Nr. 467, 12/1986.
- Schwark, Eberhard  
Das neue Kapitalmarktrecht, NJW, Heft 34, 8/1987.
- Sukow  
The European Prospectus, AJCL, 1975.
- Tapia, Alberto  
Responsabilidad de los brokers para con los inversores en el derecho americano, RDBB, 1986.
- Torrente, Jose Carlos  
Reforma del mercado de valores, Inversion y Finanzas, Nr. 5, 9/1987.
- The Banker  
Europe, Outlawing Insiders, 1/1987.
- Thomson  
The Times vom 23.11.1987.

- Tricou, Jean                      Une bourse en quête  
d'intermédiaires, La réforme in-  
stitutionnelle de la bourse. La  
Banque, Nr. 474, 7/8/1987.
- Truguet, Jean                    Le développement d'un marché euro-  
péen des capitaux, Rev. M.C.,  
1967.
- Tugendhat, Christopher           Nécessité de l'harmonisation des  
systèmes d'imposition des socié-  
tés dans la Communauté Euro-  
péenne, Revue de fiscalité euro-  
péenne, 1982.
- Ureta, Juan Carlos              Reforma de la bolsa entre la li-  
bertad y el control, Dinero, vom  
05.02.1988.
- Wirsching, Otto                  Telekurs in Frankfurt präsen-  
tiert: Aktuelle Finanzinformatio-  
nen aus der größten Wertpapier-  
Datenbank, Bankkaufmann, 1/1988.
- Vereinigte Wirtschaftsdienste    "Die dritte Richtlinie will eine  
gleichwertige Liberalisierung des  
Kapitalverkehrs" vom 10.02.1967.
- Wymeersch, Eddy                 From harmonization to integration  
in the European Securities Mar-  
kets, JCCL an SR 1979, zit.: From  
harmonization.
- Ders.                              La directive sur les conditions  
d'admission en bourse, Banque,  
1980, zit.: La directive.