

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

FELICITAS LINDEN

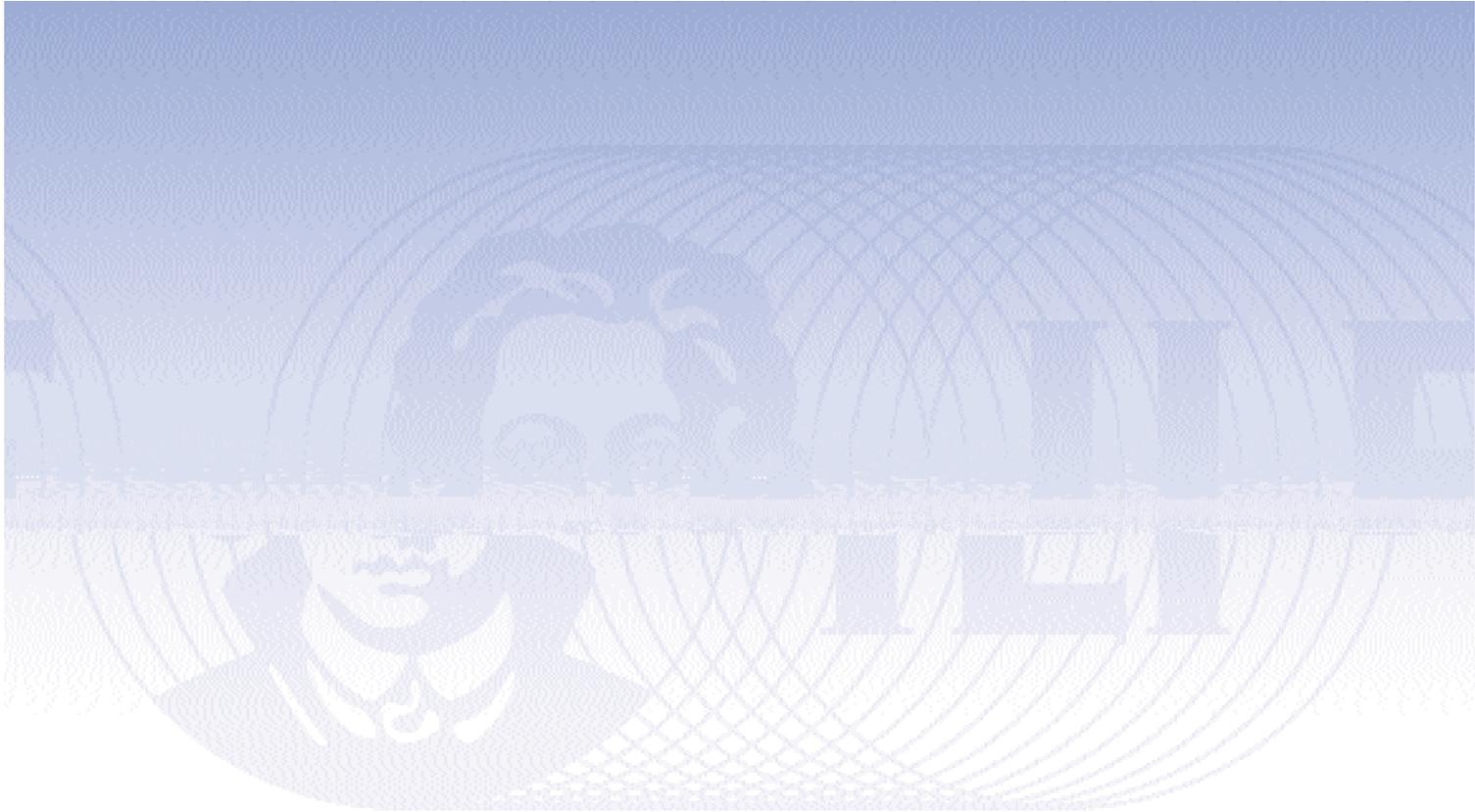
DIE EUROPÄISCHE WERTPAPIERDIENSTLEISTUNGS- RICHTLINIE - HERAUSFORDERUNGEN BEI DER GESTALTUNG DER RICHTLINIE

EMF LECTURES AM ILF



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES NO. 8



PROF. DR. THEODOR BAUMS
PROF. DR. ANDREAS CAHN

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT

SENCKENBERGANLAGE 31

POSTFACH 11 19 32

D-60054 FRANKFURT AM MAIN

WWW.ILF-FRANKFURT.DE

TEL: +49 (0)69 / 798-28941

FAX: +49 (0)69 / 798-29018

Felicitas Linden

**Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie –
Herausforderung bei der Gestaltung der Richtlinie**

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 6

**Vortragsreihe des Institute for Law and Finance
BMF-Lectures**

**Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie – Herausforderung bei der
Gestaltung der Richtlinie**

**Felicitas Linden,
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
20. Februar 2003**

Sehr geehrte Damen und Herren,

ich freue mich ganz besonders, heute mit Ihnen über die Herausforderungen bei der Gestaltung der europäischen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (im Folgenden abgekürzt: WDR) diskutieren zu können.

Mein ausdrücklicher Dank geht in diesem Zusammenhang an Herrn Prof. Dr. Cahn als Direktor des Instituts für Law and Finance. Mit der Errichtung einer solchen Vortragsreihe wird nicht nur die Möglichkeit geschaffen, sich über kapitalmarktbezogene Entwicklungen und Vorhaben auf nationaler und europäischer Ebene zu informieren, sondern - und vor allem - wird damit die Möglichkeit geschaffen, ein entsprechendes Problembewusstsein zu bilden, dass zum Verständnis und zur sinnvollen Gestaltung eines integrierten europäischen Finanzmarktes unerlässlich ist.

Mit die größte Herausforderung, die sich bei der derzeit laufenden Überarbeitung der WDR stellt, liegt in dem Spannungsverhältnis zwischen dem Interesse an einem integrierten europäischen Binnenmarkt und dem Interesse an der Aufrechterhaltung nationaler Markt- und Handelsstrukturen. Hier gilt es, eine ausgewogene Balance zu finden. Eine Balance zwischen der

Notwendigkeit der Anpassung der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen an die jüngsten Entwicklungen auf den europäischen Kapitalmärkten und der Notwendigkeit der angemessenen Berücksichtigung vorhandener erhaltenswerter nationaler Strukturen.

I) Allgemeine Zielsetzung des neuen Richtlinienvorschlages

Seit November 2002 liegt den europäischen Mitgliedstaaten der offizielle Richtlinienentwurf der Europäischen Kommission (im Folgenden abgekürzt: KOM) zur WDR zur Diskussion vor.

Mit der Überarbeitung der WDR verfolgt die Europäische Kommission das vornehmliche Ziel, einen Regulierungsrahmen zu etablieren, der die Schaffung integrierter, effizienter und wettbewerbsfähiger europäischer Kapitalmärkte erleichtern soll.

Bereits in der Vergangenheit hat die KOM eine Reihe von Vorschlägen für EU-Rechtsvorschriften vorgelegt, die sich auf den Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (FSAP) stützen, und die die Grundlagen für einen kohärenten Regulierungsrahmen für integrierte Finanzmärkte legen sollen. Die Überarbeitung der WDR nimmt hierbei eine entscheidende Schlüsselstellung ein.

Nach Auffassung der KOM bietet die derzeitige WDR keinen wirksamen Rahmen für den grenzübergreifenden Wertpapierhandel. Um diese, aus Sicht der KOM, bestehenden Unzulänglichkeiten auszugleichen, hat sie mit dem neuen Richtlinien-Entwurf ein Maßnahmenpaket vorgelegt, das insbesondere die Hemmnisse für grenzübergreifende Wertpapiergeschäfte aus dem Weg

räumen soll und zu einer maximalen Angleichung der nationalen Vorschriften auf allen Ebenen des Wertpapierhandels führt.

Ich werde mich heute auf diejenigen Regelungsvorschläge konzentrieren, die sich im Vergleich zur gegenwärtigen Richtlinie als eine wesentliche Neuerung darstellen und eine intensive Auseinandersetzung und Diskussion erfordern. In den betreffenden Abschnitten werde ich jeweils auf die (i) jüngsten Entwicklungen auf den Finanzmärkten eingehen, (ii) die Regelungsvorschläge der Kommission darstellen und mich mit (iii) den möglichen Auswirkungen dieser Regelungsvorschläge auf den deutschen Kapitalmarkt auseinandersetzen. Ich bitte Sie hierbei zu berücksichtigen, dass die hierzu auf nationaler Ebene geführten Diskussionen noch nicht abgeschlossen sind, so dass ich mich auf eine Darstellung der Problemfelder beschränken werde.

Die Richtlinie wird im Folgenden unter drei Aspekten beleuchtet werden:

- § Wettbewerb und Fragmentierung;
- § Vollharmonisierung für die Regulierung der Auftragsausführung und der Bearbeitung von Kundenaufträgen; und
- § Erweiterung des Anwendungsbereichs der WDR.

II) Wettbewerb und Fragmentierung

1) Neue Entwicklungen im europäischen Finanzhandel

Die technologischen Entwicklungen der letzten Jahre haben zu folgenden Trends auf den Finanzmärkten Europas geführt:

Zunehmender Wettbewerb zwischen den Börsen: Die Börse als einzige nationale Liquiditätsquelle, die Dienstleistungen im Sinne eines öffentlichen Dienstes erbringt, gibt es in dieser Form nicht mehr. Heute konkurrieren gewinnorientierte Börsen direkt um den Auftragsfluss sowie um die Zulassung zur amtlichen Notierung. Gleichzeitig wird der Tätigkeitsbereich durch grenzübergreifende Fusion erweitert.

Weiterhin lässt sich ein zunehmender Wettbewerb durch alternative Handelssysteme¹ beobachten. Neue Marktteilnehmer bieten institutionellen und professionellen Anlegern alternative Ausführungsstrukturen für den Handel auf eigene Rechnung an. Im gesamteuropäischen Kontext, sind diese Systeme inzwischen zu den wichtigsten organisierten Märkten für den Anleihehandel geworden.

Als letzter wesentlicher Trend lässt sich die Zunahme der internen Ausführung von Kundenaufträgen durch Wertpapierhäuser (sog. Internalisierung) feststellen. Die Konzentration des Maklergeschäfts auf einen immer enger werdenden Kreis von Wertpapierhäusern und Banken schafft eine Situation, in der große Volumina von Kundenaufträgen intern ausgeführt werden können, entweder durch die Zusammenführung einer Kundenorder mit einer anderen oder durch die Ausführung der Kundenorder mit einer Eigenhandelsposition. Die Anzahl von Kleinanleger-Aufträgen, die nicht intern ausgeführt werden können und über Börsen abgewickelt werden, nimmt innerhalb Europas kontinuierlich ab.

¹ Der Richtlinien-Entwurf selbst spricht von „Multilateral Trading Facilities“ (MTF). Aus Gründen der allgemeineren Verständlichkeit wird hier jedoch der bislang gängige Begriff des alternativen Handelssystems verwendet.

Sucht man innerhalb dieser Entwicklungen nach dem kleinsten gemeinsamen Nenner, so lässt sich feststellen, dass die ursprünglich bestandene institutionelle Zweiteilung zwischen Handelsplatz und Intermediär zunehmend aufweicht. Insbesondere die jüngsten Entwicklungen in der Informationstechnologie haben es ermöglicht, dass das Hauptgeschäft der Börsen von außerbörslichen Handelssystemen mit verhältnismäßig geringem Kostenaufwand reproduziert werden können und die Börsen wieder als konkurrierende Marktteilnehmer am Markt auftreten.

Die zunehmende Verteilung des Handelsgeschehens über mehrere Auftragsausführungsstrukturen und der damit verbundene zunehmende Wettbewerb zwischen den Auftragsausführungssystemen, können sich durchaus positiv auf das gesamte Marktgeschehen auswirken. Die Vorteile liegen insbesondere in der Möglichkeit, Transaktionskosten zu senken, Märkte mit zusätzlicher Liquidität auszustatten sowie Abrechnungsverfahren zu vereinfachen.

Von diesen Vorteilen profitieren nicht nur die professionellen Marktteilnehmer. Auch im Hinblick auf die Aufträge von Retailkunden bietet eine Verteilung des Handelsgeschehens die Möglichkeit der beschleunigten Ausführung von Orders, bessere Kurse und geringere Durchführungskosten für Aufträge.

Die Verteilung des Handelsgeschehens über mehrere Auftragsstrukturen birgt jedoch auch das Risiko einer Fragmentierung der Märkte und damit die Aufsplitterung der Liquidität. Eine Zunahme an Handelsplattformen kann dazu führen, dass sich die Kauf- und Verkaufsinteressen auf getrennte und kleine Liquiditätsmärkte verteilen. Wenn dieser Prozess nicht kontrolliert wird, könnte er für die beiden wichtigen Merkmale eines wettbewerbsfähigen

Kapitalmarktes – die Liquidität und eine effiziente Kursbildung – nachteilige Folgen haben.

2) Regelungsvorschlag der Kommission

Die KOM sah sich damit der Herausforderung gegenübergestellt, aufsichtsrechtliche Instrumentarien zu entwickeln, die den Wettbewerb in der Verteilung des Handelsgeschehen nicht unsachgemäß behindern und es gleichzeitig ermöglichen, den damit verbundenen Risiken der Marktfragmentierung entgegenzuwirken.

Mit dem vorliegenden Richtlinien-Entwurf will die KOM dieser aufsichtsrechtlichen Herausforderung dadurch begegnen, indem sie die gesamte Palette der Auftragsausführungssysteme in den Anwendungsbereich der Richtlinie mit einbezieht. Hierzu gehören Börsen, alternative Handelssysteme sowie die internalisierte Orderausführung.

Zwischen Börsen und alternativen Handelssystemen will der Richtlinien-Entwurf ein aufsichtsrechtliches level-playing-field schaffen. Die internalisierte Auftragsausführung wird hingegen umfassenden Transparenz- und Veröffentlichungspflichten unterworfen.

a) Verhältnis Börse – alternative Handelssysteme

Im Hinblick auf das Verhältnis „Börse – alternative Handelssysteme“ sieht der Vorschlag der KOM zunächst vor, den Betrieb eines alternativen Handelssystems als Hauptwertpapierdienstleistung zu qualifizieren². Damit sollen die Institute, die solche Systeme betreiben, verpflichtet werden, sich als Wertpapierhaus unter Einhaltung der entsprechenden Aufsichtsregeln

² Anhang I, Abschnitt A, Nummer 7 des Richtlinien-Entwurfes vom November 2002.

zuzulassen. Der regulatorische Hintergrund dieses Vorschlages ist vor allem in dem Bestreben zu sehen, die Wesensart dieser Geschäfte im Sinne einer EU-Rechtsvorschrift zu klären. Erst dadurch ist es der KOM möglich, gemeinsame regulatorische Regeln zu erlassen, die den Betrieb eines alternativen Handelssystems und die damit verbundenen Risiken abdecken.

Die vorgeschlagene Definition alternativer Handelssysteme stützt sich hierbei im wesentlichen auf die Arbeiten von CESR³, dem Komitee der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden und deckt Systeme ab, die über folgende Eigenschaften verfügen:

- multilaterale Offenlegung fester Order bzw. sonstiger Kauf- und Verkaufsinteressen;
- Zusammenführung der Kauf- und Verkaufsinteressen nach den Regeln des Systems und innerhalb des Systems.

Nach Auffassung der KOM, ist es nicht erforderlich, dass die Preisbildung innerhalb des Systems stattfindet, so dass von der Definition des alternativen Handelssystems auch die sog. „Auction-Crossing-Systeme“ erfasst werden. Hierbei handelt es sich um Systeme, bei denen die Order vom Nutzer gegen einen von außerhalb des Systems übernommenen Referenzkurs ausgeführt werden⁴.

³ CESR-Paper, „Standards for Alternative Trading Systems“, Juli 2002.

⁴ Erläuterung der KOM zur Richtlinien-Entwurf, Abschnitt I, Kapitel II.4, Seite 22.

Die vorgeschlagenen Verpflichtungen für alternative Handelssysteme basieren im wesentlichen auf den gleichen Grundsätzen, die für geregelte Märkte gelten. Die wesentlichen Bestimmungen des Richtlinien-Vorschlages betreffen die folgenden Aspekte:

- Organisatorische Anforderungen für alternative Handelssysteme: Die alternativen Handelssysteme werden verpflichtet sein, transparente und objektive Kriterien bei der Zulassung von Nutzern zugrunde zu legen. Außerdem wird vorgeschrieben, die objektive, faire und rasche Handhabung von über das alternative Handelssystem zu Ausdruck gebrachte Handelsinteresse ausreichend sicherzustellen.
- Vor- und nachbörsliche Transparenzverpflichtungen: Der Richtlinien-Entwurf passt die Basisanforderungen im Hinblick auf die vor- und nachbörsliche Transparenz den Regeln der geregelten Märkte an. So besteht z.B. auch für die alternativen Handelssysteme die Möglichkeit einer späteren Meldung der Abschlüsse. Die geforderte Orderbuchtiefe entspricht ebenfalls den gleichen Anforderung wie bei geregelten Märkten. Eine Ausnahme besteht hinsichtlich der sog. „auction-crossing-Systeme. Hier sieht der Richtlinienvorschlag vor, dass diese Systeme vom Anwendungsbereich der vorbörslichen Transparenzverpflichtung ausgenommen werden können⁵.
- Abweichung von den Vermittlungsverpflichtungen für Geschäfte, die über ein alternatives Handelssystem abgeschlossen werden: Nach dem Vorschlag der KOM sind die Wohlverhaltensregeln sowie die sonstigen Anlegerschutzbestimmungen nicht auf die Betreiber alternativer

⁵ Erläuterung der KOM zur Richtlinien-Entwurf, Abschnitt I, Kapitel II.4, Seite 23.

Handelssysteme anwendbar. Hintergrund hierfür ist die Überlegung, dass es sich bei den Nutzern eines alternativen Handelssystems um professionelle oder aktive Marktteilnehmer handelt, die für eigene Rechnung und auf eigenes Risiko hin handeln und in der Lage sind, die Verantwortung für ihre Anlageentscheidungen selbst zu übernehmen. Ergänzend ist in diesem Zusammenhang darauf hinzuweisen, dass der Richtlinien-Entwurf die Betreiber alternative Handelssysteme dazu anhält, die Teilnahme auf institutionelle und professionelle Marktteilnehmer zu beschränken (sog. in Frage kommende Gegenparteien)⁶.

- Recht eines alternativen Handelssystems auf Platzierung von Bildschirmen in anderen Mitgliedstaaten: Parallel zu der Bestimmung, der zufolge geregelte Märkte Handelsbildschirme in anderen Mitgliedstaaten aufstellen können, schlägt der Richtlinien-Entwurf vor, alternativen Handelssystemen ein entsprechendes Recht einzuräumen.

Ein weiterer entscheidender Vorschlag der KOM ist die Abschaffung der bislang optional bestehenden Konzentrationsregeln. Die derzeit gültige WDR erlaubt den Mitgliedstaaten den Erlass nationaler Vorschriften, wonach Wertpapiergeschäfte an einem geregelten Markt auszuführen sind. Im vorliegenden Richtlinien-Entwurf ist diese Option nicht mehr vorgesehen. Stattdessen führt der Richtlinien-Entwurf eine sog. Order-Handling Rule ein, wonach die ausdrückliche vorherige Zustimmung des Kunden eingeholt werden muss, wenn ein Auftrag außerhalb der Regeln und Systeme einer Börse oder eines alternativen Handelssystems ausgeführt werden soll⁷.

⁶ Artikel 13 Absatz 2, letzter Satz des Richtlinien-Entwurfs vom November 2002.

⁷ Artikel 20 Absatz 3 des Richtlinien-Entwurfs vom November 2002.

Dem besonderen Status der Börsen trägt der Richtlinien-Entwurf nur noch insoweit Rechnung, indem die Börsen weiterhin ausschließlich für die Erstzulassung von Finanzinstrumenten zuständig sind.

b) Internalisierte Handelssysteme

Der zunehmenden internen Ausführung von Kundenorders (sog. Internalisierung) will die KOM mit umfassenden Transparenz- und Veröffentlichungspflichten begegnen. Den Schwerpunkt hat die KOM hierbei auf sog. nachbörsliche und vorbörsliche Transparenzverpflichtungen gelegt.

Hinsichtlich der nachbörslichen Transparenzverpflichtungen schlägt die KOM eine Verpflichtung für alle Wertpapierhäuser vor, Geschäfte mit zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassenen Finanzinstrumenten öffentlich zu machen und soweit wie möglich in Echtzeit den Kurs und das Volumen bekanntzugeben. Die Möglichkeit für eine spätere Meldung großer Abschlüsse oder Abschlüsse in illiquiden Wertpapieren ist vorgesehen⁸.

Hinsichtlich der Frage, wohin die Meldung erfolgen soll, lässt der Kommissionsvorschlag den Mitgliedstaaten weitgehenden Gestaltungsspielraum und schlägt folgende Möglichkeiten vor:

- über die zuständigen Stellen eines geregelten Marktes, auf den das besagte Instrument zum Handel zugelassen ist;
- über die zuständigen Stellen eines Dritten;
- eigene Vorkehrungen⁹

⁸ Artikel 25 Absatz 3 des Richtlinien-Entwurfs vom November 2002.

⁹ Artikel 25 Absatz 4 (d) des Richtlinien-Entwurfs vom November 2002.

Hinsichtlich der vorbörslichen Transparenzverpflichtungen hat die KOM auf Grund der fundamentalen Unterschiede zwischen dem bilateralen Handel und der Auftragsausführung durch Wertpapierhäuser und Börsen davon abgesehen, die vorbörslichen Transparenzverpflichtungen, die für geregelte Märkte und alternative Handelssysteme konzipiert wurden, 1:1 auf die interne Auftragsausführung anzuwenden. Stattdessen schlägt die KOM vorbörsliche Transparenzverpflichtungen in Form von Offenlegungsvorschriften für sog. Kunden-Limit-Orders vor. Wobei nur solche Kunden-Limit-Orders erfasst sind, die sich auf ein Volumen belaufen, das üblicherweise von Kleinaktionären getätigt wird.¹⁰

Die Offenlegungsverpflichtung für Kunden-Limit-Orders soll ein Wertpapierhaus zukünftig dazu verpflichten, unverzüglich die Kunden-Limit-Order zu veröffentlichen, die es nicht selbst zu dem spezifischen Kurs ausführen kann oder will. Gleichzeitig sollen die Wertpapierhäuser verpflichtet werden, mit anderen Handelsteilnehmern zu den zuvor offengelegten Bedingungen der Kunden-Limit-Order zu handeln. Die KOM begründet damit faktisch einen Kontrahierungszwang. Eine Ausnahme von diesem Kontrahierungszwang ist nur für den Fall vorgesehen, wenn legitime wirtschaftliche Überlegungen dagegen sprechen.

3) Auswirkungen auf die nationale Marktstruktur

a) Verhältnis Börse – alternative Handelssysteme

Das von der KOM angestrebte level-playing field zwischen Börsen und alternativen Handelssystemen würde dazu führen, dass eine noch stärkere Angleichung alternativer Handelssysteme an die für Börsen bestehende

¹⁰ Artikel 25 Absatz 1 des Richtlinien-Entwurfs vom November 2002.

Regularien erfolgen müsste, als dies bisher im Rahmen des 4. FMFG geschehen ist.

Beispielhaft kann hier die Vorschrift des § 22 BörsG angeführt werden. Der mit der Vorschrift des § 22 BörsG gesetzlich verankerte Börsenvorrang könnte unter Berücksichtigung des derzeitigen KOM-Vorschlages nicht mehr in seiner bisherigen Form weiterbestehen.

Ebenso wie § 22 BörsG verlangt der Richtlinien-Entwurf die ausdrückliche vorherige Zustimmung des Kunden, wenn ein Auftrag außerhalb der Regeln und Systeme einer Börse ausgeführt werden soll. Neu und dem deutschen Börsenrecht bislang fremd ist der Zusatz der KOM, dass eine ausdrückliche vorherige Zustimmung nicht erforderlich ist, wenn die Order an einem alternativen Handelssystem ausgeführt werden soll. Im Ergebnis werden damit Börsen und alternative Handelssysteme auf eine Stufe gestellt, da eine Zustimmung des Kunden nur noch dann erforderlich wird, wenn die Order weder an einer Börse noch an einem alternativen Handelssystem zur Ausführung gebracht werden soll.

b) Internalisierung

Dem deutschen Kapitalmarktrecht ebenfalls fremd, ist die vorgeschlagene Einführung einer nach- und vorbörslichen Transparenzverpflichtung für außerbörslich abgeschlossene bzw. internalisierte Geschäfte. Bislang unterstehen diese Geschäfte mit Ausnahme der Meldepflicht nach § 9 WpHG keinerlei Offenlegungspflicht. Ebenso besteht bislang für die Marktteilnehmer kein Kontrahierungszwang für offengelegte Kunden-Limit-Orders.

Die nationale Herausforderung, die sich durch diesen Kommissionsvorschlag stellt, liegt sicherlich in der Beantwortung der Frage, ob der besondere rechtliche Status der Börsen aufgegeben werden kann bzw. aufgegeben werden soll. Mit dieser Frage eng verknüpft ist die Überlegung, ob überhaupt zwischen diesen beiden Handelssystemen eine level-playing-field möglich bzw. wünschenswert ist, ob also tatsächlich die von der KOM angewendete Formel „same business - same rules“ Anwendung finden kann.

Kommt man zu dem Ergebnis, dass ein level-playing field zwischen diesen beiden Ausführungssystemen geschaffen werden soll, stellt sich die Anschlussfrage, ob hierfür bereits die notwendigen Rahmenbedingungen bestehen, die einen gleichen Wettbewerb zwischen beiden Systembetreibern ermöglichen.

In diese Überlegung ist sicherlich miteinzubeziehen, dass die Börsen auf Grund ihres besonderen rechtlichen Status über eine Organisations- und Verwaltungsstruktur verfügen, die es ihnen unter Umständen erschwert unter den gleichen Bedingungen in den Wettbewerb zu treten, wie dies den Betreibern alternativer Handelssysteme möglich wäre.

Im Rahmen der internalisierten Kundengeschäfte ist anzuerkennen, dass es mit Hilfe einer wirksamen Transparenzregelung möglich ist, die Vorteile des Wettbewerbs zwischen den Auftragsausführungsstrukturen zu nutzen und gleichzeitig die negativen Auswirkungen für die Markteffizienz zu begrenzen.

Markttransparenz, d.h. die allgemeine Verfügbarkeit von Informationen zu aktuellen Handelsmöglichkeiten und zu den letzten Geschäftsabschlüssen -

gilt allgemein als eine wesentliche Voraussetzung für die Fairness und für die Effizienz eines Marktes und insbesondere auch für seine Liquidität und die Qualität seiner Kursbildung.

Gleichzeitig besteht aber auch Einigkeit darüber, dass ein zu hohes Maß an Transparenz, insbesondere an vorbörslicher Transparenz, Liquidität vom Markt wegziehen kann. Die Gestaltung der Transparenzverpflichtung hängt zudem wesentlich von der vorhandenen Handelsmethode ab, d.h. ob es sich um einen Auktionenhandel oder um ein Market-Maker System handelt.

Der vorliegende Richtlinien-Entwurf ist insbesondere auf diesen Punkt hin zu untersuchen. Als ein erstes vorläufiges Arbeitsergebnis kann sicherlich festgestellt werden, dass der Richtlinienvorschlag hier noch zu unbestimmt ist, da er bislang keine Aussage darüber trifft, welche Arten von außerbörslichen Geschäften einer Transparenzpflicht unterliegen. Hier ist in jedem Falle eine Präzisierung erforderlich.

Hinsichtlich des vorgesehenen Kontrahierungszwang stellt sich die Frage, ob dies unter Berücksichtigung der Intention der KOM als sachgerechte Lösung anzusehen ist. Hintergrund dieser Regelung ist das Bestreben der KOM eine sog. Liquiditätsspende zu statuieren. Nach Auffassung der KOM sollen die betreffenden Marktteilnehmer eine Abgabe an den Markt dafür entrichten, dass sie sich zur Ausführung ihrer Geschäfte den an den regulierten Märkten gebildeten Referenzkurs bedienen.

III) Vollharmonisierung für die Regulierung der Auftragsausführung und der Bearbeitung von Kundenaufträgen

Ein weiterer wichtiger Diskussionspunkt betrifft den Vorschlag der KOM zur Vollharmonisierung der Vorschriften bzgl. der Auftragsausführung und der Bearbeitung von Kundenaufträgen.

1) Entwicklung im europäischen Finanzhandel

Die Entwicklungen im europäischen Finanzhandel haben gezeigt, dass der grenzübergreifende Handel mit Finanzinstrumenten zunehmend an Bedeutung gewinnt. In den letzten Jahren wurden immer mehr Anleger auf den europäischen Finanzmärkten aktiv. Ihnen wird ein immer komplexeres weitreichendes Spektrum an Dienstleistungen und Finanzinstrumenten angeboten.

2) Regelungsvorschlag der Kommission

Angesichts dieser Entwicklungen plant die KOM mit dem vorliegenden Richtlinien-Entwurf eine weitreichende Überarbeitung der Anlegerschutzvorschriften, die sich insbesondere durch eine Vollharmonisierung der jeweils nationalen Vorschriften auszeichnet.

Nach Auffassung der KOM bietet die derzeitige Richtlinie nicht den Grundstock an harmonisierten Anlegerschutzvorschriften, um den jüngsten Entwicklungen angemessen Rechnung zu tragen. Die Antwort der KOM hierauf besteht in einer umfassenden und sehr detaillierten Überarbeitung der

Pflichten, die Wertpapierhäuser erfüllen müssen, wenn sie Dienstleistungen für Kunden erbringen oder auf dem Markt tätig werden¹¹.

Die dazugehörenden Bestimmungen umfassen vor allem:

- die allgemeinen Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, einschließlich der Ermittlung und des Managements von Interessenkonflikten; und
- die Pflicht der Wertpapierhäuser bei der Erbringung von Dienstleistungen für ihre Kunden, insbesondere Wohlverhaltensregeln, Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung und Vorschriften für die Bearbeitung von Kundenaufträgen.

3) Auswirkungen auf die nationale Marktstruktur

Der Grad der Detailliertheit der vorgeschlagenen Regelungen birgt im Hinblick auf die nationale Marktstruktur das Risiko, dass insbesondere kleinere und mittelständische Unternehmen die vorgeschlagenen Anforderungen nicht erfüllen können und sich zunehmend aus diesem Geschäftsfeld zurückziehen.

Eine Umsetzung des Pflichtenkatalogs in die Organisationsstruktur der einzelnen Unternehmen setzt eine gewisse Mindestgröße des Unternehmens voraus, um das Wertpapiergeschäft weiterhin wirtschaftlich tragbar und rentabel zu machen.

Im Ergebnis führt der Kommissionsvorschlag dazu, dass in der Branche der Wertpapierdienstleistungsunternehmen gewisse Standards durchgesetzt

¹¹ Artikel 16, 18 und 19 des Richtlinien-Entwurfes vom November 2002.

werden sollen, und zwar unabhängig von der jeweiligen Organisationsstruktur und dem Tätigkeitsfeld des betreffenden Unternehmens.

Auf nationaler Ebene haben wir uns daher mit der Frage zu beschäftigen, ob eine differenziertere Anwendung der Verhaltensregeln und Organisationspflichten im Ergebnis nicht sachgerechter erscheint. Im Hinblick auf die unterschiedlichen Organisationsstrukturen, kann es im Ergebnis nur darum gehen, dass das einzelne Unternehmen in seinem Bereich die Risiken eines Fehlverhaltens möglichst gering hält. Es kann letztlich nicht im Interesse eines integrierten Binnenmarktes sein, dass kleine und mittelständische Unternehmen allein auf Grund eines über Gebühr belastenden Aufsichtsregims aus dem Markt gedrängt werden.

Die KOM sieht die Möglichkeit einer abgestuften Anwendung der Organisations- und Verhaltensregeln grundsätzlich vor, indem sie die genauere Ausgestaltung des Pflichtenkataloges im Komitologieverfahren klären möchte. Hier gilt es darauf zu achten, dass ein für die Praxis flexibles Aufsichtsregime entsteht.

IV) Erweiterung des Anwendungsbereichs der WDR

Die geplante Erweiterung des Anwendungsbereichs der WDR ist ein weiterer wichtiger Punkt des Richtlinien-Entwurfes, der eine konzentrierte Auseinandersetzung erfordert.

1) Entwicklung im europäischen Finanzhandel und Regelungsvorschlag der Kommission

Den zunehmenden Trend zum grenzüberschreitenden Wertpapierhandel hat die KOM auch zum Anlass genommen, den Anwendungsbereich der WDR erheblich auszudehnen. Die bisherige WDR umfasst nicht das gesamte Dienstleistungsangebot für Anleger. Die KOM schlägt daher vor, den Geltungsbereich der Richtlinie auf bestimmte anlegerorientierte Tätigkeiten auszuweiten. Die wichtigsten Neuerungen sind die Aufnahme der Anlageberatung und der Wegfall der Ausnahmegesetzgebung für die Fondsvermittlung¹².

Für die Anlageberatung sieht der Richtlinien-Entwurf vor, diese zur Hauptwertpapierdienstleistung aufzuwerten. Mit dieser Einstufung will die KOM einen rechtlichen Rahmen schaffen, der den Risiken, die dem Anleger aus diesem Geschäft erwachsen, Rechnung trägt.

Um die Anlageberatung nicht allzu hohen Zulassungsanforderungen zu unterwerfen, sieht der Kommissionsvorschlag spezielle Eigenkapitalanforderungen für Unternehmen vor, die ausschließlich in der Anlageberatung tätig sind.

Im Vorschlag zur Änderung der WDR wird daher auch eine Änderung der Kapitaladäquanzrichtlinie ins Auge gefasst, um klarzustellen, dass Wertpapierhäuser, die ausschließlich in der Anlageberatung tätig sind, von der Verpflichtung der KAD ausgenommen sind. Im Ergebnis bedeutet dies, dass die Anlageberatung nicht die hohen Eigenkapitalanforderungen erfüllen

¹² Anhang I, Abschnitt A', Nummer (5) des Richtlinien-Entwurfs vom November 2002.

muss. Stattdessen ist das Erfordernis zum Abschluss einer Berufhaftpflichtversicherung vorgesehen.

2) Auswirkungen auf die nationale Marktstruktur

Die Anlageberatung sowie die Fondsvermittlung unterliegen in Deutschland bislang keinem so strengem Aufsichtsregime wie es im derzeitigen Richtlinien-Entwurf vorgesehen ist.

Die Vorschläge der KOM würde also insbesondere dazu führen, dass die Anlageberatung sowie die Fondsvermittlung umfassenden Organisations- und Verhaltenspflichten unterliegen würde.

Ebenso wie bei der geplanten Vollharmonisierung stellt sich hier die Frage, ob diese sehr umfassenden Organisations- und Verhaltenspflichten auf Personen, die in diesem Tätigkeitsbereich beschäftigt sind, einer differenzierteren Anwendung bedürfen.

In Deutschland wird die selbständige Anlageberatung sowie die Fondsvermittlung überwiegend von Ein-Mann-Unternehmen betrieben. Für eine Implementierung der geforderten Verhaltens- und Organisationspflichten fehlt damit nicht nur die entsprechende Unternehmensstruktur; eine Implementierung und die damit verbundenen Kosten stünde unter Umständen auch hier nicht mehr in einem wirtschaftlich angemessenem Verhältnis.

Die Herausforderung bei der Gestaltung der WDR liegt also nicht nur in der Aufgabe dazu beizutragen, die Integration des europäischen Kapitalmarktes zu unterstützen und zur sinnvollen Gestaltung beizutragen, sondern auch

darin nationale Strukturen zu erhalten sofern sie wesentlich zum funktionieren
des Finanzplatzes Deutschland beitragen.

Felicitas Linden
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

WORKING PAPERS

- 1 Andreas Cahn Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und
Rechtsschutz Betroffener

- 2 Axel Nawrath Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele
und Aufgaben der Politik, insbesondere des
Bundesministeriums der Finanzen

- 3 Michael Senger Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12
Abs. 1 KWG

- 4 Georg Dreyling Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung
des Finanzplatzes Deutschland

- 5 Matthias Berger Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt
Börsen- und Wertpapierrecht

ILF



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT