

Problematik grenzüberschreitender Wertpapieraufsicht

Von Dr. Ekkehard Kurth, Wiesbaden

1. Grundsätzliches zur grenzüberschreitenden Börsenaufsicht bei grenzüberschreitenden Börsenkooperationen

Globalisierung, Innovation, internationaler Wettbewerb, Vereinheitlichung des europäischen Kapitalmarktrechts und elektronische Vernetzung sind Schlagworte der Gegenwart und charakterisieren nachhaltig die Entwicklung der Weltwirtschaft. Dies gilt auch und besonders für die Verflechtung der internationalen Kapitalmärkte und der Börsen. Hinter den genannten Begriffen stehen aber auch die großen unternehmerischen und politischen Herausforderungen unserer Zeit, die es zu meistern gilt.

Die von der Börsenaufsicht des Landes Hessen beaufsichtigten Börsen in Frankfurt a.M., die Frankfurter Wertpapierbörse - FWB -, die European Exchange - EUREX -, und ihre Trägerin, die Deutsche Börse AG - haben diese Herausforderungen in den letzten Jahren mit Bravour gemeistert. Voraussichtlich Mitte 2000 geht mit der EEX, European Energie Exchange, eine weitere zumindest europäisch orientierte Börse ans Netz.

Zudem sind Börsenkooperationen permanent im Gespräch. Die EUREX als deutsch-schweizerische Börsenkooperation ist ein Beispiel für derartig vielversprechende Wege, um den dargestellten Herausforderungen der Gegenwart zu begegnen. Jedoch stellen diese Kooperationen in einem rechtlichen Umfeld, das von einem vielfach novellierten, aber doch über hundertjährigen Börsengesetz geprägt ist, keine einfachen, aber andererseits auch keine unlösbaren Anforderungen an die Börsen und deren Aufsichtsbehörden. Sie erweitern die aufsichtsrechtlichen Schwierigkeiten in der Regel erheblich, da sie mit großer Deutlichkeit auf die bisher vorwiegend national bestimmte Aufsichtslandschaft verweisen und Defizite in der grenzüberschreitenden Aufsicht klarstellen. Zugleich haben diese Kooperationen einerseits und der damit andererseits verbundene Anschluß außerhalb Deutschlands ansässiger Wertpapierhandelsunternehmen dazu geführt, sich unter der Geltung heutigen Rechts mit diesen Anforderungen der Zukunft zu beschäftigen, um daraus sodann allgemeine Grundsätze, Forderungen und Lösungsvorstellungen zu entwickeln.

Aus der Börsenaufsicht folgen allgemeine Erkenntnisse zur Wertpapieraufsicht, da Wertpapiere in aller Regel auf den regulierten Märkten, d.h. in Deutschland den Börsen gehandelt werden.

2. Sicherung der Aufsicht bei Kooperationen über organisatorische Maßnahmen

Die interessanteste und die Möglichkeiten des nationalen Rechts auslotende Kooperation ist die ge-

meinsame Handelsplattform *Eurex*¹. Die Eurex Deutschland erfüllt als Nachfolgerin der Deutschen Terminbörse die Anforderungen eines regulierten Marktes im Sinne des Art. 15 der europäischen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie. Es war wichtig, diese Kooperation so zu gestalten, daß keine Aufsichtsdefizite entstehen können und dennoch die Funktionsfähigkeit der Kooperation nicht beeinträchtigt wird. Diese Kooperation ist exemplarisch für die Frage der Sicherung der Aufsicht durch organisatorische Maßnahmen.

Organisationsrechtlich handelt es sich bei der Eurex um zwei Börsen, die dieselbe - elektronische - Handelsplattform und dasselbe Clearinghaus nutzen. Auf der deutschen Seite steht die Eurex Deutschland mit ihrer Trägerin der Eurex Frankfurt AG. Auf der Schweizer Seite steht die nach Schweizer Recht errichtete Eurex Zürich AG als Nachfolgerin der Soffex.

Diese Konstruktion stellt das eigentliche Kernstück der Kooperation dar. Beide Börsen bleiben damit - trotz einer gemeinsamen Handelsplattform - juristisch betrachtet selbstständig. Sie haben die in den jeweiligen Gesetzen - dem deutschen Börsengesetz und dem Schweizer Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel - BEHG - vorgesehenen Organe errichtet und unterstehen den jeweiligen nationalen Aufsichtsbehörden.

Durch die gewählte Konstruktion, nach der jedes handelnde Unternehmen und jedes gehandelte Produkt zumindest auch an der Eurex Zürich zugelassen sein muß, ist jedes auf der gemeinsamen Handelsplattform abgeschlossene Geschäft immer auch ein an der Eurex Deutschland abgeschlossenes Geschäft und unterliegt damit der uneingeschränkten Kontrolle der Handelsüberwachungsstelle der Eurex Deutschland, der Hessischen Börsenaufsichtsbehörde und ggf. der Kontrolle des Sanktionsausschusses der Eurex Deutschland. Die Einrichtung einer gemeinsamen Handelsüberwachungsstelle scheiterte leider. Trotzdem kann seitens der hessischen Börsenaufsicht eine ausreichende Aufsicht gewährleistet werden.

Die Regelwerke der beiden Börsen wurden weitestgehend harmonisiert. Die von den Börsen zu erlassenden Regelwerke wurden in einheitlichen Regelwerken zusammengefaßt². Ferner wurde für die Handels Teilnehmer das Zulassungsverfahren vereinfacht. Die Zulassung an beiden Börsen kann mit einem Antrag beantragt werden. Weiterhin wurde auch ein gemein-

¹ Die hessische Börsenaufsichtsbehörde hat am 26. Mai 1998 die Überleitung der Trägerschaft für die Deutsche Terminbörse von der Deutsche Börse AG auf die Eurex Frankfurt GmbH und am 2. Dezember 1998 auf die Eurex Frankfurt AG genehmigt. Damit wurde der Trägerwechsel vollzogen. Im September 1998 genehmigte die Börsenaufsichtsbehörde die Änderungen der Börsenordnung mit der der Weg frei gemacht wurde für die Errichtung der Eurex.

² Die Börsenordnung für die Eurex Börsen, die Bedingungen für den Handel an den Eurex-Börsen und die Technischen Durchführungsbestimmungen.

hörde auch modernen technischen Entwicklungen gerecht werden kann. Hier ist auch in Deutschland der Bundesgesetzgeber in der Pflicht.

Diese Maßnahmen betreffen den Rechtsrahmen, die praktische Durchführung der Aufsicht bleibt davon unberührt. Deshalb spreche ich mich zunächst nachhaltig für einen regelmäßigen, institutionalisierten Informationsaustausch der betroffenen Behörden aus. Dieser Austausch ist besonders wichtig bei Kooperationsbörsen. Die Organisationseinheit FESCOPOL ist dabei sicherlich der richtige Weg, wenn auch in der Praxis eine Beteiligung der Behörden vor Ort, d.h. der zuständigen Aufsichtsbehörden der Bundesländer, vermißt wird. Dies kann so nicht bleiben: die Börsenaufsichten brauchen den direkten Zutritt zu derartigen Organen der Kooperation, wenn auch nur zur Teilnahme am Diskussionsprozeß.

Weiter könnte man sich zur Verbesserung der Aufsichtsintensität die *Errichtung einer internationalen Kartei* der „schwarzen Schafe“ unter den Handelsteilnehmern vorstellen. In dieser Kartei müßten Informationen enthalten sein, die anderen Aufsichtsbehörden die Beurteilung der Zuverlässigkeit eines Handelsteilnehmers ermöglichen. So gehören in diese Kartei sicherlich Daten über verhängte Sanktionen, Handelsausschlüsse, Solvenzprobleme oder gar Insolvenzen. Generell sollte sich diese Kartei nicht nur auf die entsprechenden juristischen Personen erstrecken, sondern auch auf die dahinter stehenden natürlichen Personen⁸⁴.

Restriktionen im Bereich der Informationsaustauschmöglichkeiten der Aufsichtsbehörden - wie sie z.B. in manchen Ländern durch strikte Bank- und Börsengeheimnisse - entstehen, müssen zunehmend abgebaut werden.

Letztlich sollte die internationale Anerkennung und Durchsetzung von hoheitlichen Maßnahmen einer nationalen Behörde verbessert werden. Für diesen Bereich enthalten die Memoranda of Understanding regelmäßig wenig Essentielles. Hier müssen die internationalen Abkommen und EU-rechtliche Vorschriften weiter ausgebaut und verbessert werden, so daß eine unbürokratische und zügige Durchsetzung von Verwaltungsmaßnahmen im Ausland möglich ist. Eine Anregung wäre - vergleichbar dem § 53 b Abs. 6 KWG - den nationalen Behörden die Nachschau bei den

Handelsteilnehmern mit Sitz im Ausland zu ermöglichen, die an den von ihnen überwachten Börsen zugelassen sind. Solche Betretungsrechte bei Handelsteilnehmern mit Sitz im Ausland, die an einer inländischen Börse zugelassen sind, sind schon im Hinblick auf eine Gleichbehandlung aller Handelsteilnehmer einer Börse erforderlich.

Nach § 53 b Abs. 6 KWG kann eine Bankaufsichtsbehörde aus einem anderem Staat des Europäischen Wirtschaftsraums die Zweigniederlassungen in Deutschland der in ihrem Land zugelassenen Institute nach vorheriger Unterrichtung des BAKred auf deutschem Gebiet aufsuchen.

Konzentriert sich ein Handelsteilnehmer mit Sitz im Ausland ausschließlich oder ganz überwiegend auf den grenzüberschreitenden Handel an einer anderen Börse, so hat meistens allein die jeweilige Börsenaufsichtsbehörde ein wesentliches Interesse daran, die Geschäftsräume des betroffenen ausländischen Handelsteilnehmers zu betreten. Für dieses Betretungserfordernis besteht meistens Eilbedürftigkeit, so daß langwierige Amtshilfeersuchen ungeeignet sind. Territoriale Interessen sollten unter dem Gesichtspunkt einer gesamtwirtschaftlich erforderlichen effizienten Kapitalmarktaufsicht dahinter zurücktreten.

7. Schlußbemerkung

Die vorstehenden Ausführungen zeigen auf, daß Börsenkooperationen und die neuen Formen des „Europa-Passes“ weder organisationsrechtlich noch zulassungsrechtlich unlösbare Probleme aufwerfen, sondern mit einem gewissen Engagement und einem gewissen Maß an juristischer Kreativität überwunden werden können. Dennoch sind gerade die aufsichtsrechtlichen Fragestellungen, die sich aus der Globalisierung der Kapitalmärkte ergeben noch nicht zufriedenstellend gelöst bzw. die vorhandenen Lösungsansätze könnten optimiert werden. Hier gibt es noch für alle Seiten einigen Handlungsbedarf.

⁸⁴ Die gesellschaftsrechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten erschweren die Beurteilung von Zuverlässigkeitsanforderungen. Da eine juristische Person an sich nicht zuverlässig ist, ist es erforderlich, sich ein Bild über die dahinterstehenden natürlichen Personen machen zu können.

sames Schiedsgericht errichtet, das für beide Börsen tätig werden und über Streitigkeiten aus Termingeschäften an den Eurex-Börsen entscheiden kann. Schließlich besteht z.B. aufgrund einer Änderung der Sanktionsausschußverordnung für die Eurex Deutschland künftig die Möglichkeit, eine spezielle Gruppe von Beisitzern für Verfahren gegen Handelsteilnehmer mit Sitz im Ausland bzw. in der Schweiz vorzusehen. Diese Gruppe kann im Falle eines Sanktionsverfahrens gegen einen solchen Teilnehmer einen Beisitzer im Sanktionsausschuß stellen, der dann ggf. die Besonderheiten, die am ausländischen Finanzplatz vorherrschen, besser beurteilen kann.

Welche Aufsichtsprobleme mit im Ausland wohnenden Teilnehmern trotzdem im Aufsichtsbereich bestehen, wird später im Bereich der generellen Kritik des Aufsichtssektors dargestellt.

Damit, d.h. mit der grundsätzlichen Inlandsanbindung, stehen der Hessischen Börsenaufsichtsbehörde und der Handelsüberwachungsstelle der Eurex Deutschland zunächst grundsätzlich alle im Börsengesetz vorgesehenen Ermittlungsbefugnisse - z.B. betreffend Auskunftsrechte, die Vorlage von Unterlagen etc. - auch gegenüber einem in der Schweiz ansässigen Handelsteilnehmer zu. An dieser Stelle wird der in der Schweiz ansässige Handelsteilnehmer der Eurex nicht anders behandelt, als z.B. ein in London, Paris oder New York ansässiger Teilnehmer, der an der Eurex Deutschland zugelassen ist und über seinen Bildschirm von London, Paris, New York aus an der Eurex Deutschland handelt. Aber dieses kann nur ein provisorischer Weg sein. Die eigentlichen Probleme grenzüberschreitender Aufsicht werden umgangen. Kernpunkt der Problematik ist, auf welche Weise die Börsenaufsichtsbehörde und die anderen Aufsichtsorgane - z.B. Handelsüberwachungsstelle, Geschäftsführung - eine effiziente Aufsicht bei Handelsteilnehmern mit Sitz im Ausland sicherstellen können. Bei dieser Fragestellung handelt es sich damit nicht um ein Problem, das spezifisch mit den Kooperationen zusammenhängt, sondern immer dann auftritt, wenn Börsen Handelsteilnehmer mit Sitz im Ausland anbinden. Zuzugeben ist jedoch, daß durch entsprechende Kooperationen die damit verbundenen Fragestellungen immer mehr an Bedeutung gewinnen, da allein quantitativ die damit verbundenen Probleme sich erhöhen. Bei Handelsteilnehmern mit Sitz im Ausland ist die Umsetzung bzw. Durchsetzung von hoheitlichen Maßnahmen aufgrund des völkerrechtlichen Territorialitätsgrundsatzes problematisch. Börsenaufsichtsbehörde, Handelsüberwachungsstelle, Geschäftsführung und Sanktionsausschuß handeln grundsätzlich hoheitlich und sind Träger öffentlicher Gewalt. Die Macht eines Staates ist grundsätzlich auf das eigene Territorium beschränkt³. Für die Umsetzung eines Hoheitsaktes außerhalb des eigenen Territoriums bedarf es regelmäßig eines besonderen Anerkennungsaktes oder der Gewährung von Amts- bzw. Vollstreckungshilfe durch den ausländischen Staat. Für die Bereiche Zustellung, Auskunfts-, Beweisersuchen und Vollstreckung bestehen mit den verschiedenen Staaten unterschiedlichste Abkommen. Teilweise erfassen sie - wie z.B. das Abkommen mit Österreich über die Amtshilfe in Verwaltungssachen - alle angesprochenen Bereiche. Von dieser Problematik ist bereits die Zustellung von Hoheitsakten - z.B. eines Verwaltungsaktes, mit dem der Handelsteilnehmer von der Börsenaufsichtsbehörde oder der Handelsüberwachungsstelle zur Auskunft oder Vorlage von Unterlagen aufgefor-

dert wird - betroffen. Selbstverständlich besteht diese Problematik erst recht bei der Vollstreckung von Verwaltungsakten, wie z.B. die Beitreibung eines vom Sanktionsausschuß verhängten Ordnungsgeldes bei einem Handelsteilnehmer mit Sitz im Ausland. Ganz besonders zeigt sich dies aber an den Betretungsrechten, die der Börsenaufsichtsbehörde und der Handelsüberwachungsstelle bezüglich der Geschäftsräume der Handelsteilnehmer zustehen.

Nach § 1 a Abs. 1 BörsG können Börsenaufsichtsbehörde und die Handelsüberwachungsstelle die Geschäftsräume der Handelsteilnehmer betreten. Diese hoheitlichen Befugnisse der Börsenaufsichtsbehörde und der Handelsüberwachungsstelle enden jedoch - derzeit - an der Grenze der Bundesrepublik.

Der Börsenaufsichtsbehörde und der Handelsüberwachungsstelle ist es nicht möglich, unter Berufung auf ihre hoheitlichen Befugnisse in einem anderen Land die Geschäftsräume eines Handelsteilnehmers zu betreten. Damit ist grundsätzlich eine Ungleichbehandlung zwischen den Handelsteilnehmern mit Sitz im Inland und den Handelsteilnehmern mit Sitz im Ausland vorprogrammiert. Werden solche Maßnahmen erforderlich, müssen die Börsenaufsichtsbehörde und die Handelsüberwachungsstelle auf die Möglichkeiten der Amtshilfe durch ausländische Behörden zurückgreifen.

Zwei wichtige Ansatzpunkte lassen sich jedoch in der Börsenordnung für die Eurex Börsen finden, die zu einer erheblichen Entschärfung der dargestellten Problematik beitragen.

Zum einen ist jeder Handelsteilnehmer mit Sitz im Ausland verpflichtet, einen Zustellungsbevollmächtigten in Deutschland zu benennen⁴. Damit können Verwaltungsakte - z.B. die genannten Auskunftsersuchen der Handelsüberwachungsstelle und der Börsenaufsichtsbehörde - auch ohne die Einschaltung einer ausländischen Aufsichtsbehörde zugestellt werden und entfallen damit gegenüber dem Handelsteilnehmer hinsichtlich etwaiger Fristen oder angedrohter Verwaltungsvollstreckungsmaßnahmen etc. ihre Wirksamkeit.

Zum anderen besteht die Möglichkeit, daß sich die Geschäftsführungen der Eurex-Börsen zur Erfüllung ihrer Aufgaben auf privatrechtlichem Wege der Träger der Börsen bedienen⁵. Diese Träger können von den Handelsteilnehmern - privatrechtlich, nicht hoheitlich - jederzeit Auskünfte und Nachweise verlangen, soweit diese zur Erledigung der Überwachungstätigkeit sachdienlich sind. Bei einem Handelsteilnehmer mit - aus Sicht der jeweils handelnden Börse - ausländischem Sitz, erfolgt eine Beauftragung des jeweils vor Ort ansässigen Börsenträgers. Damit kann eine effiziente - privatrechtliche - Durchführung von Überprüfungen vorgenommen werden. Die organisatorische Regelung dieses Sachverhalts erfolgt mit der Einsetzung einer sog. „Audit-Group“, die im Auftrag der Börsen und des Trägers mit Genehmigung der Hessischen Börsenaufsichtsbehörde entsprechende Untersuchungen durchführt⁶.

³ Das genannte völkerrechtliche Territorialitätsprinzip gebietet, daß hoheitliche Maßnahmen eines inländischen Trägers öffentlicher Gewalt nicht unmittelbar im Ausland Wirkung entfalten. Siehe zu den Kompetenzfragen auch Kurth, Kompetenzen der Länderaufsicht, in: ZGesKredW1998, 553 ff., 618 ff.

⁴ Ziff. 3.9 EUREX-Börsenordnung.

⁵ Ziff. 3.8.1 EUREX-Börsenordnung.

⁶ Börsenrat der Eurex Deutschland am 28.2.2000.

Zusammenfassend ist zu dem Eurex-Modell anzumerken, daß es sich bei dieser deutsch-Schweizer Kooperation um ein sehr tragfähiges und aufeinander abgestimmtes Modell handelt. Dieses Modell - gemeinsame Handelsplattform bei getrennten Börseneinrichtungen - ist jedoch nach Einschätzung der hessischen Börsenaufsicht nur mit größeren Kompromissen geeignet, weitere Börsen einzubinden.

Eine vom Ansatz her andere organisationsrechtliche Konstruktion liegt der Kooperation der *London Stock Exchange mit der Frankfurter Wertpapierbörse* zugrunde.

Zu den aufsichtsrechtlichen Aspekten ist festzustellen, daß die Hessische Börsenaufsichtsbehörde für die Überwachung des Handels an der Frankfurter Wertpapierbörse uneingeschränkt zuständig bleiben wird und sich grundsätzlich durch die Kooperation hieran nichts ändert. Die primäre Problematik liegt - wie im Zusammenhang mit der Eurex schon dargestellt - darin, Handelsteilnehmer mit Sitz im Ausland zu überwachen. Durch die Kooperation werden diese Probleme lediglich quantitativ durch die Zunahme der ausländischen Handelsteilnehmer erhöht.

Aber systematisch bleibt auch hier das Problem der „remote membership“ aufzuarbeiten. Die grundlegenden Fragen der grenzüberschreitenden Aufsicht sind auch hier nicht gelöst. Der Weg war die möglichst weitgehende Behandlung des remote members unter dem Aspekt des inländisch Angeschlossenen.

3. Grundsätzliches zur grenzüberschreitenden Aufsicht und zur internationalen Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden

3.1 Grenzüberschreitende Dienstleistungsfreiheit im Wertpapierhandel

Die Herstellung einer umfassenden grenzüberschreitenden Dienstleistungs- und Niederlassungsfreiheit für die in der Europäischen Union agierenden Wertpapierdienstleister ist zur Schaffung eines europäischen Binnenmarktes von wesentlicher Bedeutung. Mit einer Vielzahl zwischenzeitlich erlassener europäischer Rechtsakte wird die grenzüberschreitende Tätigkeit von Wertpapierdienstleistern erleichtert. Kernstück ist die Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie⁷, mit der für alle Wertpapierdienstleistungsunternehmen der sog. „Europa-Paß“ eingeführt wird⁸. Daneben sind die Richtlinien zu nennen, deren Schwerpunkt in der Sicherstellung einer angemessenen Kapitalausstattung der Wertpapierdienstleister⁹, der Gewährleistung eines ordnungsgemäßen Börsenhandels¹⁰ oder der Sicherstellung eines angemessenen Anlegerschutzes durch weitgehende Transparenzanforderungen liegt¹¹.

Die Funktionsfähigkeit des Kapital- und Finanzmarktes in Europa setzt jedoch eine wirkungsvolle Aufsicht über die Finanzdienstleistungsunternehmen voraus. Dies wiederum erfordert einen funktionierenden Rechtsrahmen, unter dem die Wertpapierdienstleistungsunternehmen ihre Tätigkeit mit einem weitgehend gleichen aufsichtsrechtlichen Standard erbringen können. Es ist anzunehmen, daß unterschiedliche Standards im Ende wettbewerbsverzerrend wirken. Dieses stört zugleich die Funktionsfähigkeit des Finanzbinnenmarktes.

Wer sind die Akteure und um welche grenzüberschreitenden Geschäfte wird es sich handeln?

Wertpapierdienstleister sind Unternehmen, die als Kreditinstitut oder Wertpapierfirma¹² nach den Vorschriften der jeweiligen Mitgliedstaaten eine Zulassung für die gewerbsmäßige Leistung von Wertpapierdienstleistungen im Sinne der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie durch die zuständige Aufsichtsbehörde des betreffenden Mitgliedstaates erhalten haben¹³.

Der Gegenstand der Dienstleistungsfreiheit ist die Erbringung einer Dienstleistung in einem anderen Mitgliedsstaat, indem sich der Dienstleister über die Grenze begibt, und die Entgegennahme der Dienstleistung durch den Empfänger und die Grenzüberschreitung der Dienstleistung selbst, während Dienstleister und Empfänger in ihren Mitgliedstaaten verbleiben. Diese sog. „Korrespondenzdienstleistung“¹⁴ ist es, um die es hier im wesentlichen gehen wird.

In den Anwendungsbereich der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie fällt auch das Recht der Wertpapierdienstleister auf Zugang zu den Dienstleistungen der europäischen Börsen bzw. regulierten Märkte¹⁵ im Wege des „remote membership“, d.h. aufgrund eines dezentralen elektronischen Zugangs. Man kann also folgende Gruppen mit folgendem Sachverhalten unter den Begriff „grenzüberschreitende Wertpapierdienstleistung“ ziehen:

- I. Die geschäftlichen Beziehungen zwischen einem in einem Mitgliedstaat angesiedelten Anleger und einem in einem anderen Mitgliedstaat angesiedelten Wertpapierdienstleistungsunternehmen (bzgl. der Ausführung eines Wertpapierauftrags).
- II. Die geschäftlichen Kontakte mit einem in einem anderen Mitgliedstaat angesiedelten Wertpapierdienstleistungsunternehmen (u.a. Emissionsberatung)
- III. Die geschäftliche Beziehung zwischen zwei in unterschiedlichen Staaten angesiedelten Wertpapierdienstleistungsunternehmen und
- IV. Der Zugang eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens zu einem in einem anderen Mitgliedstaat ansässigen regulierten Markt oder einer Clearingeinrichtung.

Aufgrund der fortschreitenden Elektronisierung des Wertpapiermarktes hat sich in den zurückliegenden Jahren auch die Strukturierung der Wertpapierdienstleister geändert. Eine der wesentlichen Veränderungen

⁷ Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierleistungen, ABl. 1993, Nr. L 141/27 - WertpapierdienstleistungsRL - (Kurz: WertpRL).

⁸ Die Kreditinstitute konnten bereits vor Umsetzung der WertpRL aufgrund der Zweiten Bankrechtskoordinierungsrichtlinie (Richtlinie 89/646/EWG des Rates vom 15. Dezember 1989 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute und zur Änderung der Richtlinie 77/780/EWG, ABl. 1989, Nr. L 386/1 - sog. Zweite Bankrechtskoordinierungs-RL) grenzüberschreitend Wertpapierdienstleistungen erbringen, soweit dies nach dem Recht des Herkunftsstaates für die Kreditinstitute zulässig war.

⁹ Richtlinie 93/6/EWG des Rates über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten, ABl. 1993, Nr. L 141/1 - Kapitaladäquanz-RL.

¹⁰ Richtlinie 79/279/ des Rates vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer in einem Mitgliedstaat ansässigen oder tätigen Wertpapierbörse, ABl. 1979, Nr. L 66/21 - Börsenzulassungs-RL.

¹¹ Richtlinie 80/390/EWG des Rates vom 17. März 1980 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist, ABl. 1980, Nr. L 100/1 - Börsenprospekt-RL.

¹² Siehe „Wertpapierfirma“ Art. 1 Nr. 2 der WertpRL.

¹³ Siehe auch Schäfer, Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, Verkaufprospektgesetz, 1999, § 2 WpHG Rdn. 47.

¹⁴ Hakenberg, in: Lenz, EG-Vertrag, 1994 Art. 59 Rdn.18.

¹⁵ Art. 15 Wertp-RL regelt den Zugang zu den „regulated markets“.

gen erfolgte unter dem Stichwort: „Wegfall der Intermediation“ durch einen Wertpapierdienstleister bei der Durchführung von Wertpapiergeschäften. Der Verzicht auf dieses Dazwischenschalten eines Intermediärs führt für den Bereich der Wertpapieraufsicht zu einer erheblichen Erschwernis, da nun der Handel unmittelbar grenzüberschreitend erfolgt.

In dieser Form der grenzüberschreitenden Handelsmöglichkeiten liegen für den entsprechend tätigen Finanzdienstleister die größten Chancen. Hierbei wird sich der Finanzdienstleister weitere Tätigkeitsfelder suchen, um dem Anleger ein spezialisiertes Angebot zu machen, speziell zugeschnitten auf die grenzüberschreitende Tätigkeit bei Wegfall eines Intermediärs.

Die Wertpapierdienstleister können in der Regel Zugang zu mehreren Handels- und Abwicklungsplattformen haben. Damit können sie dem Anleger sowohl hinsichtlich der verschiedenen Anlageprodukte als auch hinsichtlich des Anlageortes ein recht umfassendes Angebot unterbreiten.

Aus den Feststellungen wird erkennbar, daß der grenzüberschreitende Wertpapierhandel in Europa zunehmend an Bedeutung gewinnt. Das zeigen insbesondere einige Zahlen:

- I. Bis Ende 1999 hatten 153 Wertpapierdienstleistungsunternehmen und 129 Finanzdienstleistungsunternehmen aus anderen europäischen Ländern ihr Vorhaben zur Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Deutschland angezeigt¹⁶.
- II. Die Deutschen Anleger erwerben zunehmend Wertpapiere im europäischen Ausland. Während noch 1996 nur die Hälfte in ausländische Wertpapierinvestments floß, waren es 1997 bereits über 60% der Wertpapierinvestitionen¹⁷.
- III. Die Handelsteilnehmerstruktur wird internationaler. So sah der Teilnehmerkreis am 10.3.2000 wie folgt aus: FWB 275 Inländer, 144 Ausländer, 419 Gesamt XETRA 269 Inländer, 142 Ausländer 411 Gesamt¹⁸.
- IV. Die Teilnehmerstruktur der EUREX sah am 10.03.2000 wie folgt aus: 269 Inländer, 142 Ausländer, 411 Gesamt¹⁹.

Die Ursachen dieser Entwicklung sind vielfältig. Die wichtigste ist sicherlich die zunehmende Elektronisierung der Handelsplätze. Hierzu zählt die elektronische Anbindung der großen weltweit tätigen Börsen wie die elektronische Terminbörse EUREX, das elektronische Handelssystem XETRA der Frankfurter Wertpapierbörse, die US-Computerbörse NASDAQ; weiterhin werden von Finanzdienstleistern private Handelssysteme angeboten, die die Variabilität des Handels hinsichtlich Ort, Märkten, Produkten in deutlicher Weise erhöhen. Hinzu kommt - noch nicht ausgelotet - das Internet. Emissionen über das Internet werden verstärkt getätigt²⁰. Auch ermöglichen moderne Orderroutingssysteme die schnelle Weiterleitung von Wertpapierorders über Elektronische Einrichtungen oder eben auch über das Internet.

Damit ist es nicht mehr erforderlich, am Ort des Geschehens zu sein. Insbesondere ist es nicht mehr erforderlich, selbst am Ort des Handels zugelassen zu sein. Es genügt ein vertraglich geregelter Zugang über einen Teilnehmer vor Ort. Der Wertpapierhandel wird damit stark erweitert²¹. Diese Vernetzung hat in der Regel eine erhebliche Kostenreduzierung der einzelnen Transaktion zur Folge. Dieselbe Erscheinung ist auch im Bereich der Abwicklung. Die elektronisch vernetzten Abwicklungssysteme²² führen zu einem si-

cheren, schnellen und, da nur noch ein Zugang zu einem Wertpapierabwicklungssystem gebraucht wird, zu einer auch kostengünstigen Abwicklungseinrichtung.

Weiterhin ist es heute ein besonderer Geschäftsteil insbesondere der elektronischen Börsen, eine „Anschlußpolitik“ gegenüber ausländischen Handelsteilnehmern zu betreiben. Der Begriff des „remote membership“ ist das entsprechende Vehikel, das die europäische Rechtsetzungspolitik gefunden hat, um die Integration des Wertpapierhandels zu verstärken.

Diese Formen der Kooperation führen im Wertpapierhandel zu einer dominierenden Position des grenzüberschreitenden Handels mit einer Aufsicht, die sowohl im Rechtsrahmen wie auch der behördlichen Tätigkeit eigene Lösungswege suchen muß.

3.2 Rechtsstand und weitere Entwicklung

Die Europäische Union hat diese Problematik frühzeitig erkannt und in Teilen geregelt. Die am 10. Mai 1993 vom Europäischen Rat verabschiedete Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie und die danach verabschiedete Kapitaladäquanz-Richtlinie haben hier grundlegende Regelungen geschaffen.

Sie hat mit der Regelung dieses Feldes sehr frühzeitig eine Verbindung zu den technologischen Entwicklungen hergestellt. Mit diesen Regelungen ist einerseits die Dienstleistungsfreiheit für die dem EU-Rechtsraum angehörigen Wertpapierunternehmen erstellt, weiterhin bieten diese Regelungen den Ansatz für das hier auszuführende Aufsichtsfeld.

Zu den Mindestvoraussetzungen für die Zulassung gehören²³, daß die Voraussetzungen der Kapitaladäquanz-Richtlinie erfüllt werden. Es wird eine ordentliche Geschäftsleitung gefordert, Zuverlässigkeit und ausreichende Erfahrung im Wertpapiergeschäft. Außerdem muß sich der Hauptsitz des Unternehmens in dem Zulassungsland befinden.

Nach den Regeln der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie²⁴ müssen die Sitzstaaten der Unternehmen Aufsichtsregeln über die ordnungsgemäße Verwaltung und Buchhaltung sonstige Kontrollmaßnahmen erlassen, Vorschriften gegen Anlegerschädigungen, Aufbewahrungsvorschriften über die Sicherung von Transaktionsunterlagen sowie Regeln über die Sicherung gegen Interessenkonflikte der Kunden mit dem Unternehmen oder untereinander erlassen. Weiterhin erfaßt dieses die zu erlassenen Wohlverhaltensrichtlinien²⁵, nach denen die Finanzdienstleistungsunternehmen die Interessen ihrer Kunden bei Beratung und Abwicklung eines Geschäfts insgesamt zu beachten haben.

¹⁶ BAWe und BAKred auf Anfrage des Verfassers am 10.3.2000.

¹⁷ Sieweck, Der europäische Finanzmarkt wächst zusammen, Sparkasse 1998, 214.

¹⁸ Quelle: Hessische Börsenaufsicht beim Hess. Min. f. Wirtschaft, Verkehr u. Landesentwicklung.

¹⁹ Quelle: Hessische Börsenaufsicht beim Hess. Min.f. Wirtschaft, Verkehr u. Landesentwicklung.

²⁰ Rieg/Häcker, InternetTrading, Handel mit Zukunft, Die Bank 1998, 602.

²¹ Pohl, Innovative Finanzinstrumente im gemeinsamen europäischen Bankenmarkt, 1994, S. 19.

²² Siehe Zusammenschluß der großen europäischen Wertabwicklungsorganisation Cedel und der Deutschen Börse Clearing AG Börsen-Zeitung vom 26. Juni 1999.

²³ Art. 3 WertpRL.

²⁴ Art. 10 WertpRL.

²⁵ Art. 10 WertpRL (rules of conduct).

Weiterhin müssen die Sitzstaaten Regeln über Meldepflichten der Unternehmen über einzelne Geschäfte erlassen²⁶, um Insiderdelikte oder Kursmanipulationen leichter aufdecken zu können.

Ist das Wertpapierdienstleistungsunternehmen in seinem Sitzland von der zuständigen Aufsichtsbehörde zugelassen, kann es unter der Befugnis des gemeinhin als „Europa-Paß“ titulierten im Geltungsbereich der europäischen Richtlinien im Wege der Zweigniederlassung oder im Wege der Dienstleistung Wertpapierdienstleistungen erbringen. Das Land, in dem die Tätigkeit erbracht wird, hat nicht das Recht, eine weitere Zulassung zu verlangen. Soweit ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen grenzüberschreitend, d.h. in einem anderen als dem Sitzland tätig werden will, hat es dies „seiner“ Aufsichtsbehörde mitzuteilen. Die zuständige Behörde des Sitzlandes informiert die Behörde des „Ziellandes“ von der geäußerten Absicht²⁷.

Aus dieser Berechtigung des „Europa-Passes“ resultiert auch die gleichfalls vorhandene Berechtigung des Finanzdienstleisters, sich den Zugang zu den regulierten Märkten über das sog. „remote membership“ zu sichern. Die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie sieht vor²⁸, daß die aufgrund der europäischen Richtlinien zugelassenen und tätigen Wertpapierdienstleister einen mit Inländern gleichberechtigten Zugang zu den als „regulierter Markt“ gemeldeten Handelseinrichtungen²⁹ haben.

Die Wertpapierunternehmen erhielten das Recht auf einen dezentralen, grenzüberschreitenden Zugang zu den Märkten eingeräumt³⁰.

Weitere für die Skizzierung der neu strukturierten grenzüberschreitenden Unternehmenstätigkeit wichtige Regelungen sind insbesondere die Kapitaladäquanz-Richtlinie³¹, die BCCI-Folge-Richtlinie³², die Insider-Richtlinie³³, die Anlegerentschädigungs-Richtlinie³⁴, die Einlagensicherungs-Richtlinie³⁵, die Europäische Prospekt-Richtlinie³⁶. Sie alle dienen dazu, den grenzüberschreitenden Handel risikoärmer zu machen.

In den Mitgliedstaaten sind diese wesentlichen Richtlinien durchweg allerdings auf unterschiedliche Art durchgesetzt³⁷. In Deutschland geschah dies durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz vom 26.7.1994³⁸. Während die EU-Mitglieder die Regelungen einführen müssen, ist das Nicht-EU-Mitglied und Nicht-EWR-Mitglied Schweiz an diese Regelungen rein rechtlich nicht gebunden. Für die Schweizer Wertpapierhändler bedurfte der Anschluß an die Eurex Deutschland einer eigenen neuen Zulassung, da sie nicht über die Rechtsposition des „Europa-Passes“ verfügen können. Es ist jedoch darauf hinzuweisen, daß der faktische Druck der Regelungen der EU den Schweizer Gesetzgeber zu einer entsprechenden Rechtsübernahme geführt hat. Es erfolgte eine erkennbare Parallelgesetzgebung zu den EU-Regelungen. Das „Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG)“³⁹ bezweckt Anleger- und Funktionenschutz⁴⁰ ebenso wie das Kapitalmarktrecht der EU.

Schließlich ist darauf hinzuweisen, daß das BEHG zudem die Voraussetzungen der Amtshilfe gegenüber den zuständigen ausländischen Behörden regelt. Voraussetzung für Amtshilfe ist, daß die auskunftersuchenden ausländischen Behörden an das Amtsheimnis gebunden sind⁴¹. Dies ist bei den Behörden der Mitgliedsländer der EU, die den Artikel 25 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie in nationales Recht transferiert haben, gegeben⁴².

3.3 Fazit zur Handlungsfähigkeit der Wertpapierdienstleister

Wird nun das Fazit der Handlungsfähigkeit der Wertpapierdienstleister in Europa gezogen, so wird deutlich, daß die Dienstleistungsfreiheit⁴³ insbesondere über die Schaffung des Europa-Passes⁴⁴ verwirklicht worden ist und grenzüberschreitendes Tätigwerden garantiert wird. Vereinheitlicht wurden die Kapitalanforderungen durch die Kapitaladäquanz-Richtlinie. Hierdurch erfolgt eine Bonitäts- und Liquiditätsvereinheitlichung, die zugleich Risiken für Anleger europaweit minimiert und nivelliert. Weiterhin wichtig ist der aus der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie herzuleitende Zwang auf die Mitgliedstaaten, ihre regulierten Märkte auch für Finanzdienstleister aus anderen EU-Staaten zu öffnen.

4. Gestaltung der europäischen Aufsicht

Wie ist diese Aufsicht nun im einzelnen europaweit gestaltet? Als Zielsetzung kann man definieren, wie auch aus den Richtlinien zu entnehmen, daß von gesetzgeberischer Seite zwei Hauptziele gesetzt werden:

a) Die Sicherstellung des Anlegerschutzes über Mißstandsbehebung durch hohe Information und Transparenz b) Die Sicherung der dem Finanzwesen obliegenden

Aufgaben im europäischen Wirtschaftssystem⁴⁵. c) Damit ist es notwendig, *Bonität* der Dienstleister, das *Ausfallrisiko*, die *Abwicklung* zu kontrollieren, eine umfassende und anlegerorientierte *Beratung* zu gewährleisten und *Transparenz*, insbesondere der jeweiligen Transaktion und Preisbildung zu sichern.

²⁶ Art. 20 WertpRL

²⁷ Art. 17, 18 WertpRL

²⁸ Art. 15 WertpRL.

²⁹ Regulierte Märkte sind nach der Richtlinie Märkte, die von den zuständigen Behörden Zugangs-, Zulassungs-, Funktions-, Handels- und Aufsichtsregeln erhalten haben und von den zuständigen Behörden der Kommission und den anderen Mitgliedsstaaten angezeigt worden sind. Das Verzeichnis wird von der Kommission veröffentlicht, ABl. 1999, Nr. C 151/09.

³⁰ Art. 15 Abs. 4 WertpRL

³¹ Siehe Fn. 9.

³² Die Bank of Credit and Commerce International (BCCI) stellte 1990 ihre Zahlungen ein. Unter dem Eindruck dies Falles wurde 1991 die Beaufsichtigung der Struktur von Finanzkonglomeraten verschärft. Die BCCI-Folgerichtlinie, Richtlinie 95/26/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. Juli 1995 zur Änderung der Richtlinien 77/780/EWG und 89/646/EWG betreffend Kreditinstitute, der Richtlinien 79/267/EWG und 92/96/EWG betreffend Lebensversicherungen, der Richtlinie 93/22/EWG betreffend Wertpapierfirmen sowie der Richtlinie 85/611/EWG betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) zur verstärkten Beaufsichtigung dieser Finanzunternehmen, ABl. 1995, Nr. L 168/7.

³³ Richtlinie des Rates 89/592/EWG vom 13.11.1989, ABl. 1989, Nr. L 234/30.

³⁴ Richtlinie 97/9/EG des Rates vom 3.3.1997 über Systeme zur Entschädigung der Anleger, ABl. 1997, Nr. L 84/22.

³⁵ Richtlinie 94/19/EWG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30.5.1994 über Einlagensicherungssysteme, ABl. 1994, Nr. L135/5.

³⁶ Richtlinie 80/390/EWG des Rates vom 17.3.1980, ABl. Nr. L 100, S. 1 mit Änderungen u.a. durch Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30.5.1994, ABl. Nr. L 135, S. 1.

³⁷ Siehe hierzu Koller, in: Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, 1999, vor § 31 WpHG Rdn. 7 a.

³⁸ 26.7.1994 (BGBl. I, S. 1760).

³⁹ BBIII 1995, S. 419 ff. vom 24.3.1995.

⁴⁰ Art. 1 BEHG.

⁴¹ Art. 38 Abs. 2 BEHG.

⁴² Meier-Schatz, Börsenrechtsordnung, S. 345.

⁴³ EGV Art. 49.

⁴⁴ Art. 14 WertpRL.

⁴⁵ Hahn/Follak, Kapital und Zahlungsverkehr, in: Dausen, Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, Stand: Dezember 1997, Rdn. 51.

4.1 Die Aufsicht nach der Institution und Funktion

Die Gestaltung der Aufsicht setzt an *der Institution* einerseits und *der Funktion* andererseits an.

Zu der institutionellen Prüfung gehören die Prüfung der Voraussetzungen für das Tätigwerden, d.h. ausreichendes Anfangskapital, Vorhandensein einer ordnungsmäßigen Geschäftsleitung und sodann die dauernde Überwachung des Vorhandenseins dieser Bedingungen. Diese Aufsicht kann man als die traditionelle Aufsicht der Mitgliedstaaten bezeichnen, denn hier wird die Zugehörigkeit zu einer Gruppierung vorausgesetzt für den Prüfungsansatz.

Neu ist hingegen die zunehmende Hinwendung zum funktionalen Aufsichtsansatz. Hierzu gehören die Einführung von Eigenmittelunterlegungsregeln, die das jeweilige Risiko und die Funktion des Kapitalmarktunternehmens berücksichtigen und nicht nur seine Zuordnung zu einer Institutsgruppe, die Gewährleistung eines Zugangs zu den Märkten ohne diskriminierende Einschränkungen sowie die Gewährleistung einer angemessenen und die Interessen des Anlegers berücksichtigenden Beratung unabhängig von der Institutsgruppe, der das Leistung erbringende Unternehmen angehört.

4.2 Konstruktion der europäischen Aufsicht

Das *europäische Aufsichtssystem* ist aufgrund des durch europäische Rechtsregelungen geschaffenen Rahmens auf der Basis des Anlegerschutzes und des Funktionenschutzes konstruiert⁴⁶.

Dabei war die *erste* Zielsetzung die *Harmonisierung grundlegender Aufsichtsstandards*, die als Mindeststandards konstruiert wurden^{47, 48}. Voraussetzung war die *Definition von wesentlichen Begriffen*, wie Wertpapierdienstleistung, Wertpapierfirma, Kreditinstitut, Eigenkapital, Zulassung des Wertpapierdienstleisters durch die Aufsichtsbehörde des Heimatlandes, Aufsicht hinsichtlich der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des Wertpapierdienstleisters⁴⁹. Erstellt wurde auch das Erfordernis der Zulassung für alle Wertpapierdienstleister vor der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen. Dieses Zulassungsgebot gilt für alle Wertpapierfirmen; es ist somit europaweit eine Tätigkeit mit Erlaubnisvorbehalt geschaffen worden. Die heimatische Aufsichtsbehörde hat das Vorliegen der Zulassungsbedingungen zu prüfen. Hierzu zählen die Sicherstellung der Kapitalunterlegung und der Nachweis einer vertrauenswürdigen Geschäftsführung. Bevor die Zulassung durch die Aufsichtsbehörde des Sitzlandes erfolgt ist, darf die Firma weder landesintern noch europaweit aufgrund des „Europa-Passes“ tätig werden. Hieran schließt sich die *andauernde Überwachung durch die Aufsichtsbehörden des Herkunftslandes* an. Die Behörden haben die Verpflichtung, sich über die Beschaffung von Daten über die Situation des Unternehmens zu informieren; dazu haben sie sogar die Möglichkeiten, Zweigstellen vor Ort in dem Land der Tätigkeit aufzusuchen und aufsichtsrelevante Daten dort zu überprüfen⁵⁰. Mit der Schaffung dieser umfassenden Aufsicht im Herkunftsland ist zugleich, zumindest theoretisch, eine durchgängige Prüfungskompetenz geschaffen. Die Heimatbehörde ist Ansprechstelle für alle auftretenden Probleme auch statusregelnder Art. Dazu gehören insbesondere der Widerruf bzw. die Änderung der Zulassung. Mit dieser Zulassung erhält das Wertpapierdienstlei-

stungsunternehmen die Befugnis, *europaweit mit dem Europa-Pass* tätig zu werden. Rechtlich ist diese Befugnis interessant, da die Entscheidung einer nationalen Behörde „transnationale Wirkung“⁵¹ hat. Das Unternehmen muss sein grenzüberschreitendes Tätigwerden nur seiner heimatischen Aufsichtsbehörde anzeigen.

Neben der grundlegenden Beaufsichtigung durch die Heimatbehörde steht die *Aufsichtsbefugnis der Behörden des Tätigkeitslandes*⁵². Es hat die Zuständigkeit für Erlaß und Kontrolle der Einhaltung der Wohlverhaltensregeln. Entscheidend für die Anwendung der „inländischen“, d.h. der Wohlverhaltensregeln des Tätigkeitslandes ist der Ort der Leistungserbringung. Für Deutschland ist auf den gewöhnlichen Aufenthalt oder Sitz des Kunden abzustellen.

Zur Verwirklichung der Kontrollansätze und zur Sicherung der Aufsichtsfunktionen müssen die Mitgliedstaaten die für die Aufsicht zuständigen Stellen⁵³ und die in ihrem Bereich regulierten Märkte der EU-Kommission melden. Diese Meldungen dienen sodann der *Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden* untereinander. Das europäische Aufsichtssystem geht von einer intensiven Kooperation bestehender nationaler Aufsichtsbehörden aus. Alle Richtlinien, die für den grenzüberschreitenden Bereich relevant werden können, enthalten umfassende Zusammenarbeitsgebote für die nationalen Aufsichtsstellen⁵⁴.

4.3 Ergebnis und kritische Sichtung

Im Ergebnis kann man sagen, durch den vereinheitlichten Regulierungsrahmen hat sich viel gebessert und wird durch fortlaufende Diskussion und selbstverständlicher werdende Kooperation optimiert, trotzdem ist die *Aufsichtssituation wenig zufriedenstellend*. Die internationale Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden ist noch stark dem Behördenverkehr der „Vor-EU-Zeit“, d.h. der Zeit isolierter Nationalstaatlichkeit verhaftet. Diese jetzt geübte Kooperation ist vereinfachend mit dem Begriff: „verbesserte Amtshilfe“ zu beschreiben.

Beschreibt man die *jetzige Situation kritisch*, stellt man im Sachverhalt fest, daß bei Aufsichtssachverhalten, denen grenzüberschreitende Wertpapierdienstleistungen zugrunde liegen, den Aufsichtsbehörden häufig die Pflicht obliegt, zunächst ihre Zuständigkeit und das anwendbare Recht zu prüfen, ggf. die Ermittlungen auch über den eigenen nationalen Bereich hinaus auf das Staatsgebiet eines anderen Mitgliedstaats

⁴⁶ Deckert/v. Rüden, Anlegerschutz durch Europäisches Kapitalmarkt recht, Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1998, 48.

⁴⁷ Rechtsgrundlage Art. 95 EGV, Art. 100 a EGV in der bis zum 1. Mai 1999 geltenden Fassung.

⁴⁸ Mindeststandards waren erforderlich, um Wertpapierdienstleistern, Mitgliedstaaten die Möglichkeit zu nehmen, Aufsichtsarbitrage zu betreiben, bzw. die unterschiedlichen Anforderungen zur Ansiedlungspolitik zu benutzen.

⁴⁹ Solvenzprüfung durch Kapitaladäquanz-Richtlinie vereinheitlicht.

⁵⁰ Art. 15 Zweite Bankrechtskoordinierungs-Richtlinie, Art.24 Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie.

⁵¹ Schlag, Grenzüberschreitende Verwaltungsbefugnisse im EG-Binnenmarkt, 1998, S. 46; Neßler, Der transnationale Verwaltungsakt - Zur Dogmatik eines neuen Rechtsinstituts, NVwZ 1995, 864.

⁵² Seine Zuständigkeit folgt aus Art. 10 i.V.m. Art. 11 Abs. 2, 19 Abs. 6, 23 Abs. 3 WertpRL

⁵³ Siehe Auflistung bei Weber, Kapitalmarkt, Börsen- und Investment recht, in: Dausen, Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, Stand: Dezember 1997, Rdn. 103.

⁵⁴ U.a. Art. 10 Abs. 1 Insider-RL; Art. 23 Abs. 3 WertpRL.

auszudehnen und sodann ggf. auch Aufsichtsmaßnahmen im Ausland durchzusetzen.

Dieser Sachverhalt soll durch zwei *Fallgestaltungen* klargestellt werden:

Bei Verstoß gegen die „Wohlverhaltensregeln“ eines Wertpapierleiters im europäischen Ausland ist zunächst zu prüfen, ob die Behörde des Tätigkeitslandes zuständig ist, wenn ja, welche rechtlichen Maßnahmen möglich, geboten und durchsetzbar sind.

Ein eher eindeutiger Fall liegt bei Vorliegen des Verstoßes eines „remote members“ gegen die Regeln eines regulierten Marktes im Inland vor. Die Zuständigkeit und das anzuwendende Recht sind hier eindeutig dem Recht des Tätigkeitsstaates zu entnehmen. Hier gewinnt die Durchführung von Ermittlungen und Sanktionsmaßnahmen im Ausland ein besonderes Gewicht. Es ist regelmäßig erforderlich, daß hoheitliche Akte zugestellt und im Wege solcher hoheitlicher Maßnahmen auch Ermittlungen vor Ort durchgeführt werden müssen, wie es im Rechtsgebiet der Bundesrepublik gemäß § 1 Abs. 1 Satz 4 Börsengesetz problemlos möglich ist. Wie später auszuführen ist, ist aber gerade dieses Vorgehen im Ausland nicht einfach. Hier ergeben sich gegenüber im Ausland ansässigen Unternehmen besondere Schwierigkeiten⁵⁵. Staatliches Handeln strahlt nicht ohne besondere inter- oder übernationale Regelungen auf andere Staaten aus. Eine Ausnahme bilden in bezug auf Kreditinstitute eine Regelung der Zweiten Bankrechtskoordinierungsrichtlinie⁵⁶ und in vergleichbarer Weise für Wertpapierdienstleistungsunternehmen eine Regelung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie⁵⁷. Im Ergebnis führen diese Regelungen ausnahmsweise zur Durchbrechung der ausschließlichen Zuständigkeit des Territorialstaates.

Anzumerken ist, daß die europaweite Anerkennung des Tätigwerdens der Finanzdienstleistungsunternehmen durch den „Europa-Paß“ durch europäisches Recht - in Deutschland als nationales Recht in § 24 a KWG festgeschrieben - von der Merkwürdigkeit begleitet ist, daß zwar dieser „Europa-Paß“ europaweit gilt und das Unternehmen mit der Anerkennung durch die Aufsichtsbehörde des Herkunftslandes eine europaweite Tätigkeitsbefugnis erhält; regulieren, kontrollieren, nachprüfen darf in den Geschäftsstellen im Herkunftsland⁵⁸ aber nur die Behörde des Herkunftslandes, auch wenn Verstöße sich in dem Land der Tätigkeit ergeben haben. Verwaltungsrechtlich ausgedrückt hat die Erteilung des Europapasses als Feststellungsakt europaweite Wirkung, es ist aber im Ende nur der Behörde des Herkunftslandes erlaubt, Nachschau und andere verwaltungsrechtlichen Kontroll- und Vollstreckungsmaßnahmen im Herkunftsland durchzuführen.

Die oben genannten Regelungen zur Zulässigkeit der unmittelbaren Beaufsichtigung von Zweigstellen im Aufnahmeland sind eine gewichtige Maßnahme zur Professionalisierung der Aufsicht, die Regel ist jedoch die Anwendung der allgemeinen Grundsätze der Amts- und der Rechtshilfe.

4.4 Regelungen aus Abkommen

Es gibt statt allgemeingültiger europäischer Amtshilferegelungen eine Reihe von *Abkommen, die Einzelaspekte* regeln, die aber leider auch nicht überall gelten.

So gibt es ein „Europäisches Abkommen über die Erlangung von Auskünften und Beweisen in Verwaltungssachen im Ausland“⁵⁹. Dieses Abkommen ist in Deutschland im Jahre 1978 ratifiziert worden⁶⁰. Neben Deutschland ist es in Italien, Luxemburg, Belgien und Portugal in Kraft getreten. In Art. 15 des Übereinkommens ist eine Verpflichtung des ersuchten Staates, bei Ermittlungersuchen ausländischer Behörden Zwangsmittel anzuwenden, ausdrücklich ausgeschlossen. Es bleibt daher auch bei diesem Spezialabkommen bei dem Grundsatz des allgemeinen Völkerrechts, daß aufsichtsrechtliche Prüfungen jeder Art auf dem Territorium eines anderen Staates nur möglich sind, wenn sie von diesem Staat zugelassen sind. Das heißt, die ersuchte Behörde hat die formelle und materielle Ordnungsmäßigkeit des Ersuchens zu überprüfen und kann die Erledigung des Ersuchens zurückweisen, wenn nach ihrer Auffassung die Souveränität, die Sicherheit, die öffentliche Ordnung oder andere wesentliche Interessen des ersuchten Staates gefährdet oder die wesentlichen Interessen der Person, auf die sich die erbetene Auskunft bezieht, beeinträchtigt werden⁶¹.

Ergänzend ist darauf hinzuweisen, daß die Vollstreckung wirksamer inländischer Verwaltungsakte, soweit nicht besondere Abkommen bestehen, grundsätzlich im Ermessen des jeweiligen Staates stehen. In Betracht kommen hier insbesondere die Verwaltungsakte, die ein Bußgeld, eine Sanktion in der Form eines Ordnungsgeldes oder ein Ordnungsgeld zur Durchsetzung von Verwaltungsakten festsetzen. Hier gibt es, wie mit Österreich, wiederum einzelvertragliche Regelungen. So können nach dem „Vertrag zwischen der BRD und der Republik Österreich über Amts- und Rechtshilfe in Verwaltungssachen“⁶² öffentliche Geldforderungen und von deutschen Verwaltungsbehörden rechtskräftig festgesetzte Geldbußen von mindestens DM 50 im Wege der Amtshilfe vollstreckt werden. Der Vollstreckungstitel oder der zu vollstreckende Bescheid ist hierzu mit der Bestätigung der Unanfechtbarkeit an die zuständige Stelle zu leiten. Allerdings können Freiheitsstrafen auf diesem Wege nicht vollstreckt werden. Hieraus erhellt, daß dringend regelungsbedürftig vor allem die Androhung und Durchsetzung von Zwangsmitteln zur Durchsetzung verwaltungsrechtlicher Entscheidungen ist⁶³.

Nun fragt man sicher: Wurden nicht über die viel genannten „Memoranda of Understanding“ - MOU - inzwischen Lösungsmöglichkeiten vereinbart?

Der Weg zur Antwort ist die Analyse dieser Verträge:

1. Feststellung:

Sie sind - zumindest im europäischen Raum - weitgehend gleichlautend.

2. Feststellung:

⁵⁵ Schuster, Die internationale Anwendung des Börsenrechts, 1996, S. 241.

⁵⁶ Art. 15 Abs. 1 der Zweiten Bankrechtskoordinierungs-Richtlinie. Da nach ist den nationalen Aufsichtsbehörden erlaubt die im Tätigkeitsland befindliche unselbständige Zweigniederlassung des jeweiligen Kreditinstituts aufzusuchen und Untersuchungen anzustellen. Die Aufsichtsbehörde des Tätigkeitsstaates ist lediglich zu informieren.

⁵⁷ Art. 24 WertpRL.

⁵⁸ Dies gilt nicht für Zweigstellen im Land der Tätigkeit, da diese bezüglich ihres Handelns den Aufsichtsbehörden des Aufnahmelandes unterliegen.

⁵⁹ BGBl. II 1981, S. 533, 550; BGBl. I 1981, S. 665.

⁶⁰ Groß, Die administrative Föderalisierung der EG, JZ 1994, 596 ff.

⁶¹ Jellinek, Die Europäischen Übereinkommen über Amts- und Rechtshilfe, NVWZ 1982, 535.

⁶² BGBl. II 1990, S. 358, 1334.

⁶³ Schlag, a.a.O. (Fn. 51), S. 246.

Man kann sie als festgeschriebene Amtshilfeabkommen bezeichnen mit der Festlegung einer zuständigen Zuleitungsbehörde und formalisierter Anfragewege. Die materiellen Gehalte gehen über die allgemeinen Amtshilfegrundsätze nicht hinaus. Dies wird in aller Kürze an MOUs mit Frankreich⁶⁴, Spanien⁶⁵, Portugal⁶⁶, Italien⁶⁷ gezeigt. Mit der Schweiz gibt es einen mit dem BAW, der Eidgenössischen Bankenkommission / EBK und der hessischen Börsenaufsicht abgestimmten Briefwechsel aus dem Jahre 1998.

Die Abkommen enthalten durchweg die Verabredung, daß die Auskunft verweigert wird oder werden kann, „wenn die Erledigung des Ersuchens die Souveränität, die Sicherheit, die wesentlichen wirtschaftlichen Interessen oder die öffentliche Ordnung des Staates der ersuchten Behörde beeinträchtigen könnte“. Insbesondere dieser Teil wird erwähnt, da er zum einen verdeutlicht, daß es sich nach wie vor, trotz der vertraglichen Regelung um Amtshilfe, wenn auch durch den jeweiligen Vertrag, um „konkretisierte Amtshilfe“ handelt, zum anderen diese Bedingung als allgemeines Souveränitätssignal der herkömmlichen Amtshilfe auch in der Wissenschaft erwähnt wird. Bei der Schweiz ist das ganze Verfahren noch komplizierter: Die EBK darf Informationen über Kunden von Banken oder Effekthändler nur übermitteln, nachdem sie ein förmliches Verwaltungsverfahren durchgeführt hat, an das sich ein Beschwerdeverfahren vor dem Schweizerischen Bundesgericht anschließen kann.

Die Ergebnisse sind in der Praxis nicht sehr ermutigend. Die Amtshilfeersuchen brauchen Zeit, die man oft aufgrund der Notwendigkeiten der Fallgestaltung nicht hat, oder enden beispielsweise auch damit, daß Namen der am jeweiligen Handel Beteiligten nicht bekannt gegeben werden.

5. Lösungswege

5.1 Lösung durch eine Zentralbehörde

Dieser Zustand schafft dem Praktiker Unbehagen. Es mehren sich auch im Bereich der Europapolitiker die Stimmen, die, wie *Lamfalussy*⁶⁸, der ehemalige Präsident des Europäischen Währungsinstituts, die Unzulänglichkeit der „Finanzaufsicht in Euroland“ beklagen, oder, wie *Monti*, zuständiger Kommissar bei der EU-Kommission, der die Verbesserung der Finanzaufsicht „auf der Grundlage der Empfehlungen des Baseler Ausschusses und der FESCO (Forum der europäischen Wertpapierkommissionen)“ vorschlägt. Dies zeigt auch, daß die aufsichtlichen Lösungen und damit insbesondere die grenzüberschreitende Behandlung, nicht gut gelöst sind. Dieses Thema läßt auch andere für die Finanzaufsicht Zuständige nicht ruhen. Es wird die Forderung erhoben, daß Aufsichten schnell, wirksam und kompetent auf neue Entwicklungen reagieren können⁶⁹.

Häufig wird im Zusammenhang mit der Forderung nach der Verbesserung der Aufsicht der Ruf nach einer supranationalen Aufsichtsbehörde vernommen.

Von einem solchen Ansinnen ist wenig zu halten. Es wird auch weiterhin nationale Börsen geben, die an einem bestimmten Ort in ein bestimmtes nationales Recht eingebunden sind, auch wenn Kooperationen die Börsenlandschaft sicherlich tiefgreifend verändern werden⁷⁰.

Aus praktischer Aufsichtserfahrung ist es wichtig, daß die handelnde Aufsichtsbehörde an dem Ort an-

wesend ist und mit dem Recht vertraut ist, in dessen Rahmen sich die entsprechende Börse bewegt. Es muß eine unmittelbare - räumlich und persönliche - Nähe zwischen Aufsicht und Börse geben.

„Superaufsichtsbehörden“ neigen gerne zu aufgeblähten Apparaten, mangelnder Flexibilität, fehlender „Bürgernähe“ und einer unverhältnismäßigen Bürokratie. Auch in Brüssel wird sich der Gedanke festsetzen, daß gnadenlose Zentralisierung das nicht allein selig machende Ziel sein kann.

5.2 Lösung durch Kompetenzerweiterung

Dieser bisherige Zustand *kann nicht so bleiben*. Häufig steht dem zeitlich und sachlich aufwendigen Verfahren ein gesteigertes Bedürfnis nach sehr zeitnahe Untersuchung und Sachverhaltsermittlung gegenüber. Untersuchungen zu Liquiditätsproblemen von Finanzdienstleistern können hohe Schäden für Dritte vermeiden oder es können Beweise vernichtet werden⁷¹.

Nach sorgfältiger Analyse⁷² kommen Vertreter der Wissenschaft zu dem Ergebnis, daß der EG-Vertrag „weder eine Bestimmung, die ausdrücklich eine generelle Verpflichtung der Mitgliedstaaten zu einer Anerkennung von Rechtsakten anderer Gemeinschaftstaaten ausspricht, noch (läßt) sich aus Art. 5 EGV ein allgemeines Anerkennungsgebot herleiten (läßt)“⁷³. Vielmehr sei „die Gemeinschaft in bezug auf die Anerkennung nach dem gegenwärtigen Stand der Integration vom Rechtszustand im Bundesstaat, in dem die Verfassungsprinzipien eine Verpflichtung der Gliedstaaten zu entfalten vermögen, die Hoheitsakte anderer Bundesländer anzuerkennen, noch weit entfernt“⁷⁴.

Aber, die *Lösung* deutet sich an: „Nationale Rechtsakte sind auch zwischen den Mitgliedstaaten dann anzuerkennen, wenn das Gemeinschaftsrecht hierfür einen *besonderen Rechtsgrund* setzt“⁷⁵. Dieses muß das künftige Ziel bei der Aushandlung von europarechtlichen Normen sein: Es sollte mit der materiellen Öffnung und Liberalisierung des Wirtschaftsverkehrs auch die Anerkennung darauf bezogener staatlicher Akte verbunden sein.

Die grenzüberschreitende Aufsicht sollte mit Hilfe grenzüberschreitender Verwaltungstätigkeit zu höherer Aufsichtseffizienz gelangen⁷⁶. Grenzüberschreitende Geschäfte unter der Geltung des „Europa-Passes“ können nicht ohne Ausweitung der Befugnisse,

Commission des opérations de bourse - BAW vom 10.9.1996 in Paris.
Comisión Nacional del Mercado de Valores - BAW vom 17.6.1997 in Frankfurt a.M.

Comissao Do Mercado De Valores Mobiliarios - BAW vom 26.6.1998 in Brüssel.

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa - BAW vom 11.9.1997 in Stockholm. Handelsblatt vom 14.5.1999. *Tietmeyer*, ZfKW 1999, 109.

Auch die vorgesehene Euronext-Börse - Zusammenschluß einiger westeuropäischer Börsen, Handelsblatt 21.3.2000, wird eine Börse nach niederländischem Recht sein.

So erfordern Ermittlungen zu Kursmanipulationen die Überprüfung von Telefonaufzeichnungen. Diese Sprachaufzeichnungen werden aber nach spätestens einem halben Jahr gelöscht.

Beyer, Anerkennung nationaler Rechtsakte zwischen den Staaten der Europäischen Gemeinschaft, EWS, 12 ff. *Beyer*, EWS, 14. *Beyer*, EWS, 14. *Beyer*, EWS, 14.

Financial Times Deutschland vom 2.3.2000, 33: „Sicher muß sein, daß den expandierenden Finanzdienstleistern eine wirksame Aufsichtsin- stanz gegenübersteht“.

die nicht an territoriale Grenzen gebunden sind, ausreichend beaufsichtigt werden. Es sollte zu einer Auflockerung des Territorialprinzips kommen. Die Finanzdienstleistungsunternehmen können sich nicht einerseits europaweit „freischwimmen“ und im Kontroll- und Aufsichtsbereich bleibt alles wie es ist, d.h. es bleibt bei der territorialen Beschränkung der Aufsicht. Es muß das Ziel sein, zu einem Durchgriff nationaler Behörden mit europarechtlicher Kompetenz zu kommen, zumindest aber die Berechtigung zur Zustellung von Verwaltungsakten von Aufsichtsbehörden und die Beauftragung der Vollzugsbehörde aus einem Mitgliedstaat mit der Vornahme von Zwangsmaßnahmen; ohne daß es der Amtshilfe bedarf. Es müßte ermöglicht werden, daß Hoheitsakte der jeweils zuständigen Aufsichtsbehörde in bezug auf „remote members“ auch in dem jeweiligen Herkunftsland durchsetzbar sind.

Dies wird sicherlich der schwierigste Prozeß sein.

Ist dies gelungen, kann es ermöglicht werden, daß Aufsichtsakte auch der Behörden des Tätigkeitslandes im Herkunftsland wirksam sind und dort auch vollstreckt werden können, ohne daß es - dies wäre die weiteste Lösung - zuvor der Inanspruchnahme der Aufsichtsbehörde des Herkunftslandes über Amtshilfe bzw. Vollstreckungshilfe bedürfte. Im konkreten Fall könnte dies sich auch auf Betretungs- und Durchsuchungsrechte bezüglich des im Ausland befindlichen Hauptsitzes des „remote member“ beziehen.

Die Durchsetzung dieser Forderungen wird auf eine große Zahl an Widerständen treffen. Insbesondere der Eingriff in territoriale Ausführungszuständigkeiten wird voraussichtlich zu großen Widersprüchen führen, da hier die Mitgliedstaaten in einem als der „Intimzone“ zugehörigen Bereich betroffen wären.

Aber es bleibt kein anderer Weg neben dem Weg der Zentralisierung auf europäischer Ebene und dies wird noch weniger Befürworter finden.

6. Weg der Aufsicht bis zu einer grundsätzlichen Regelung

Zuvor kann es daher nur um eine *Vertiefung* der bisherigen Zusammenarbeit gehen. Wichtig ist weiter, daß eine bessere und *noch intensivere Zusammenarbeit* der nationalen Aufsichtsbehörden erfolgt. Dies gilt sowohl für den europäischen als auch den außereuropäischen Raum.

Die Arbeit der IOSCO⁷⁷ als einer internationalen Vereinigung der Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörden ist anerkannt. Bei ihr handelt es sich vorwiegend um ein Forum für den Erfahrungsaustausch⁷⁸. Zudem hat sie Prinzipien und Aufsichtsstandards für die Aufsicht über Wertpapiermärkte und Kooperation von Aufsichtsbehörden erarbeitet, die wiederum Grundlage von bilateralen Amtshilfeabkommen sind⁷⁹. Diese Arbeiten sind notwendig, aber es muß weiter konkretisierte Kooperation betrieben werden.

Dies ist in jüngster Zeit mit dem Abschluß des „Multilateral Memorandum of Understanding on the Exchange of Information and Surveillance of Securities Activities“ des „Forum(s) of European Securities Commissions“-FESCO⁸⁰ geschehen. Es wird mit diesem Abkommen und der Bildung des Forums der Versuch der Vertiefung und Verbesserung der Aufsicht auf der Basis des geltenden Rechts gemacht. Es wird zudem eine Kooperation der Aufsichtsangelegenheiten unter der Bezeichnung FESCOPOL vorgesehen, in der

hochrangige Vertreter der europäischen Aufsichtsbehörden den Versuch machen sollen, die Probleme zu lösen, die in der täglichen grenzüberschreitenden Zusammenarbeit auftreten⁸¹.

Zudem haben am 20.4.1999 die Mitglieder der FESCO Mindeststandards für die Zulassung von Wertpapierdienstleistungsunternehmen verabschiedet. Es soll damit gesichert werden, daß bei der Prüfung der Zuverlässigkeit und fachlichen Eignung der Geschäftsleiter⁸² künftig europaweit einheitliche Maßstäbe angewendet werden⁸³.

Dieses Abkommen ist sicherlich ein ganz wesentlicher Punkt zur Sicherung der Aufsichtsstandards in einem zusammenwachsenden Kapitalmarkt. Es regelt eine Pflicht des angefragten Amtes zum Handeln, wenn es der Ausführung europäischen Rechts gilt. So wird - jedenfalls von der Hessischen Börsenaufsicht - die entsprechende Passage des Abkommens der FESCO (Forum of European Securities Commissions) ausgelegt.

Dabei wird jedoch angemerkt, daß manche Formulierung in diesen Memoranda of Understanding in den Ohren eines Praktikers sehr lax und soft klingen und mehr Fragen aufwerfen als beantworten. Insbesondere die Fragen „wie weit reichen nun meine Kompetenzen bei einem Handelsteilnehmer mit Sitz im Ausland“ und „was muß ich konkret tun, um eine Amtshilfe der ausländischen Behörde zu erreichen“ bleiben unbeantwortet.

Ganz wesentlich ist jedenfalls bei der Frage der Verbesserung der Kooperation, daß sich die Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden nicht in der Abgabe derartiger Absichtserklärungen der jeweiligen Regierungsvertreter erschöpft, sondern daß diese Papiergebilde mit Leben erfüllt werden. Hierzu sollte insbesondere auch eine verstärkte Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden auf der „Arbeitsebene“ erfolgen. Bei der Komplexität derartiger Aufsichtstätigkeiten sind persönliche Kontakte sehr wichtig und ermöglichen oft erst in der täglichen Arbeit positive Ergebnisse. Auf der Grundlage solcher Gespräche kann letztlich sogar eine Harmonisierung der Aufsichtsstandards „von unten“ eintreten.

Weiter müssen die Aufsichtsstandards international qualitativ harmonisiert werden, damit von unseriösen Marktintermediären kein „form Shopping“ vorgenommen werden kann. Es muß ausgeschlossen werden, daß Aufsichtsstandards durch den Umweg über das Ausland umgangen werden können.

Dabei müssen die Aufsichtsstandards sowohl rechtlich als auch tatsächlich - d.h. in der praktischen Umsetzung - harmonisiert werden.

Wichtig ist es für eine funktionsfähige Aufsicht, daß sie über einen tragfähigen Rechtsrahmen verfügt. Wesentlich ist für die Effizienz einer Aufsichtsbehörde immer, daß ihr eine praktikable Rechtsgrundlage zur Verfügung gestellt wird, die Aufsichtsbefugnisse und -kompetenzen eindeutig bestimmt. Diese Grundlagen müssen so flexibel gestaltet sein, daß die Aufsichtsbe-

⁷⁷ International Organisation of Securities Commissions.

⁷⁸ Geibel, in: Schäfer, Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, Verkaufsprospektgesetz, 1999, § 7 WpHG Rdn. 4.

⁷⁹ Geibel, in: Schäfer, a.a.O. (Fn. 78), § 7 WpHG Rdn. 4.

⁸⁰ EU-Staaten sowie Norwegen und Island vom 26.1.1999 in Paris.

⁸¹ Wittich, Einheitlicher Europäischer Finanzmarkt, Vortrag im Rahmen des 2. Kapitalmarktrechtssymposiums der Deutschen Börse AG am 9. Juni, erscheint in der Veröffentlichungsreihe der Deutschen Börse AG.

⁸² Beruflicher Werdegang, Qualifikation, Berücksichtigung strafgerichtlicher Verurteilungen.

⁸³ Wittich, a.a.O. (Fn. 81).

hörde auch modernen technischen Entwicklungen gerecht werden kann. Hier ist auch in Deutschland der Bundesgesetzgeber in der Pflicht.

Diese Maßnahmen betreffen den Rechtsrahmen, die praktische Durchführung der Aufsicht bleibt davon unberührt. Deshalb spreche ich mich zunächst nachhaltig für einen regelmäßigen, institutionalisierten Informationsaustausch der betroffenen Behörden aus. Dieser Austausch ist besonders wichtig bei Kooperationsbörsen. Die Organisationseinheit FESCOPOL ist dabei sicherlich der richtige Weg, wenn auch in der Praxis eine Beteiligung der Behörden vor Ort, d.h. der zuständigen Aufsichtsbehörden der Bundesländer, vermißt wird. Dies kann so nicht bleiben: die Börsenaufsichten brauchen den direkten Zutritt zu derartigen Organen der Kooperation, wenn auch nur zur Teilnahme am Diskussionsprozeß.

Weiter könnte man sich zur Verbesserung der Aufsichtintensität die *Errichtung einer internationalen Kartei* der „schwarzen Schafe“ unter den Handelsteilnehmern vorstellen. In dieser Kartei müßten Informationen enthalten sein, die anderen Aufsichtsbehörden die Beurteilung der Zuverlässigkeit eines Handelsteilnehmers ermöglichen. So gehören in diese Kartei sicherlich Daten über verhängte Sanktionen, Handelsausschlüsse, Solvenzprobleme oder gar Insolvenzen. Generell sollte sich diese Kartei nicht nur auf die entsprechenden juristischen Personen erstrecken, sondern auch auf die dahinter stehenden natürlichen Personen⁸⁴.

Restriktionen im Bereich der Informationsaustauschmöglichkeiten der Aufsichtsbehörden - wie sie z.B. in manchen Ländern durch strikte Bank- und Börsengeheimnisse - entstehen, müssen zunehmend abgebaut werden.

Letztlich sollte die internationale Anerkennung und Durchsetzung von hoheitlichen Maßnahmen einer nationalen Behörde verbessert werden. Für diesen Bereich enthalten die Memoranda of Understanding regelmäßig wenig Essentielles. Hier müssen die internationalen Abkommen und EU-rechtliche Vorschriften weiter ausgebaut und verbessert werden, so daß eine unbürokratische und zügige Durchsetzung von Verwaltungsmaßnahmen im Ausland möglich ist. Eine Anregung wäre - vergleichbar dem § 53 b Abs. 6 KWG - den nationalen Behörden die Nachschau bei den

Handelsteilnehmern mit Sitz im Ausland zu ermöglichen, die an den von ihnen überwachten Börsen zugelassen sind. Solche Betretungsrechte bei Handelsteilnehmern mit Sitz im Ausland, die an einer inländischen Börse zugelassen sind, sind schon im Hinblick auf eine Gleichbehandlung aller Handelsteilnehmer einer Börse erforderlich.

Nach § 53 b Abs. 6 KWG kann eine Bankaufsichtsbehörde aus einem anderem Staat des Europäischen Wirtschaftsraums die Zweigniederlassungen in Deutschland der in ihrem Land zugelassenen Institute nach vorheriger Unterrichtung des BAKred auf deutschem Gebiet aufsuchen.

Konzentriert sich ein Handelsteilnehmer mit Sitz im Ausland ausschließlich oder ganz überwiegend auf den grenzüberschreitenden Handel an einer anderen Börse, so hat meistens allein die jeweilige Börsenaufsichtsbehörde ein wesentliches Interesse daran, die Geschäftsräume des betroffenen ausländischen Handelsteilnehmers zu betreten. Für dieses Betretungserfordernis besteht meistens Eilbedürftigkeit, so daß langwierige Amtshilfeersuchen ungeeignet sind. Territoriale Interessen sollten unter dem Gesichtspunkt einer gesamtwirtschaftlich erforderlichen effizienten Kapitalmarktaufsicht dahinter zurücktreten.

7. Schlußbemerkung

Die vorstehenden Ausführungen zeigen auf, daß Börsenkooperationen und die neuen Formen des „Europa-Passes“ weder organisationsrechtlich noch zurechtensrechtlich unlösbare Probleme aufwerfen, sondern mit einem gewissen Engagement und einem gewissen Maß an juristischer Kreativität überwunden werden können. Dennoch sind gerade die aufsichtsrechtlichen Fragestellungen, die sich aus der Globalisierung der Kapitalmärkte ergeben noch nicht zufriedenstellend gelöst bzw. die vorhandenen Lösungsansätze könnten optimiert werden. Hier gibt es noch für alle Seiten einigen Handlungsbedarf.

⁸⁴ Die gesellschaftsrechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten erschweren die Beurteilung von Zuverlässigkeitsanforderungen. Da eine juristische Person an sich nicht zuverlässig ist, ist es erforderlich, sich ein Bild über die dahinterstehenden natürlichen Personen machen zu können.