

Bundesrat

Drucksache 802/95

21.11.95

EU - Fz - Wi

Unterrichtung
durch die Bundesregierung

Mitteilung der Kommission der Europäischen Gemeinschaften über die Möglichkeiten der Schaffung einer bildschirmgestützten europäischen Börse für wachstumsstarke junge Unternehmen

KOM(95) 498 endg.; Ratsdok. 11081/95

Übermittelt vom Bundesministerium für Wirtschaft am 21. November 1995 gemäß § 2 des Gesetzes über die Zusammenarbeit von Bund und Ländern in Angelegenheiten der Europäischen Union (BGBl. I 1993 S. 313 ff.).

Die Vorlage ist von der Kommission der Europäischen Gemeinschaften am 26. Oktober 1995 dem Herrn Präsidenten des Rates der Europäischen Union übermittelt worden.

Die Vorlage wird voraussichtlich von der Gruppe "Wirtschaftsfragen" beraten.

Das Europäische Parlament, der Wirtschafts- und Sozialausschuß und der Ausschuß der Regionen werden an den Beratungen beteiligt.

INHALTSVERZEICHNIS

- I. EINLEITUNG**
 - II. EUROPÄISCHE BÖRSEN UND DIE BEDÜRFNISSE DER KMU**
 - III. DIE DURCHFÜHRBARKEITSSTUDIE DER EUROPÄISCHEN VEREINIGUNG FÜR RISIKOKAPITAL (EVCA)**
 - IV. DER VERBAND EUROPÄISCHER WERTPAPIERHÄNDLER**
 - V. VORGESCHLAGENE EUROPÄISCHE BÖRSEN**
 - VI. POTENTIELLE VERWALTUNGSRECHTLICHE UND ANDERE HEMMNISSE FÜR DIE SCHAFFUNG EINES GESAMTEUROPÄISCHEN KAPITALMARKTES**
 - VII. SCHLUSSFOLGERUNGEN**
- ANHÄNGE**
- A. DIE US-AMERIKANISCHE NASDAQ-BÖRSE**
 - B. DER POTENTIELLE MARKT FÜR BÖRSENGÄNGE IN EUROPA**
 - C. INTERESSE DER ANLEGER AN EINER GESAMTEUROPÄISCHEN BÖRSE FÜR WACHSTUMSSTARKE UNTERNEHMEN**

I. EINLEITUNG

1. In seinem Beschluß vom 14. Juni 1993¹, in dem das Mehrjahresprogramm der GD XXIII bewilligt wurde, forderte der Rat die Kommission auf, die Durchführbarkeit und Möglichkeiten zur Förderung der Entwicklung von Sekundärwertpapiermärkten innerhalb der Europäischen Union zu überprüfen, von Börsen, die für die Zulassung kleinerer Unternehmen, die Zugang zu langfristigem Eigenkapital suchen, geeigneter sind als die meisten zu diesem Zeitpunkt bestehenden europäischen Märkte.

2. In ihrem Memorandum vom 1. Oktober 1993, "Die KMU als Motor des Wachstums in Europa", hob die belgisch Ratspräsidentschaft besonders das Bedürfnis wachstumsstarker Kleinunternehmen nach besserem Zugang zu Quellen langfristigen Eigenkapitals hervor.

3. Die Mitteilung der Kommission an den Rat vom 10. November 1993 über "Die finanziellen Probleme der kleinen und mittleren Unternehmen"² bestätigte, daß kleinere, wachstumsstarke Unternehmen Schwierigkeiten haben, zusätzliches langfristiges Eigenkapital zu mobilisieren. Dies wiederum begrenzte ihre Wachstumsrate, oftmals zum Nachteil der Entwicklung von auf neuen Technologien basierenden Produkten und wirkte sich negativ auf die Schaffung neuer Arbeitsplätze aus.

4. In seiner Stellungnahme zu der obengenannten Mitteilung³ rief der Wirtschafts- und Sozialausschuß die Kommission dazu auf, "eine Durchführbarkeitsstudie über die Schaffung eines anerkannten europäischen Marktes durchzuführen, der europäischen Unternehmen, insbesondere den kleinen, Zugang zu (Risiko-)Kapital verschafft."

5. In seiner Entschließung über die Verbesserung der steuerlichen Bedingungen für KMU⁴ forderte das Europäische Parlament die Kommission dazu auf, die Untersuchung der Möglichkeiten, einen europäischen Kapitalmarkt für KMU zu schaffen, zu koordinieren.

6. In dem Beschluß vom 15. Dezember 1994 zur Verabschiedung des spezifischen Programms über die Verbreitung und Verwertung der Ergebnisse aus Forschung und technologischer Entwicklung⁵ (Programm INNOVATION), hat der Rat erachtet, daß - um das Ziel der Verbesserung des finanziellen Umfeldes der Verbreitung der Technologie zu erreichen - die Entwicklung oder Schaffung effektiver Systeme für die Mobilisierung von Privatkapital, einschließlich entsprechender Verkaufsmöglichkeiten von Unternehmenanteilen" unterstützt werden sollte.

7. In der Entschließung vom 7. April 1995 über Hochtechnologieindustrien wurde die Kommission vom Industrierat dazu aufgefordert, ihm zu berichten, welche Schritte bereits unternommen wurden, um kleinere, in diesem Bereich tätige Unternehmen zu unterstützen,

¹93/379/EWG

²COM(93) 528, endg.

³IND/521 vom 6.07.94

⁴A4-0024/94, Punkt 23

⁵ABl. L361 vom 31.12.94, Seite 101

insbesondere im Hinblick auf die Entwicklung einer gesamteuropäischen Börse zur Förderung externer finanzieller Beteiligungen an solchen KMU.

8. Der vorliegende Bericht versucht, der zuvor genannten Aufforderung nachzukommen, indem er die bisher erzielten Fortschritte sowie die Hindernisse hervorhebt, die der Schaffung einer effektiven, liquiden und finanziell existenzfähigen Börse für wachstumsstarke Kleinunternehmen auf europäischer Ebene nach wie vor im Weg stehen.

II. EUROPÄISCHE BÖRSEN UND DIE BEDÜRFNISSE DER KMU

9. Das Erreichen des gemeinsamen Ziels der Mitgliedstaaten und der Europäischen Kommission, nämlich die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit der Industrie und die Schaffung neuer Arbeitsplätze, wird u.a. dadurch behindert, daß das Wachstum junger wachstumsstarker Unternehmen durch deren Schwierigkeiten, Zugang zu langfristigem Eigenkapital zu erlangen, gehemmt wird. In einer von der Europäischen Kommission unterstützten und im Frühjahr 1994 veröffentlichten Studie⁶ gab ein Viertel der befragten Firmen fehlende Finanzmittel als Wachstumshemmnis an. Darüber hinaus bestätigte die jüngste Gemeinschaftserhebung über Innovationen in mehr als 40.000 Firmen in vierzehn europäischen Ländern, daß die Schwierigkeit, geeignete Finanzquellen zu erschließen, eines der häufigsten Hindernisse für innovative Tätigkeiten ist.

Die wachstumsstarken Unternehmen brauchen regelmäßige Kapitalzuführungen, und zwar in einer Größenordnung, die häufig bei weitem über das hinausgeht, was die Eigentümer aus eigenen Mitteln, durch private Investoren (allgemein bekannt als "business angels") oder mit Hilfe des Bankensektors aufbringen können. Venture-Capital-Fonds sind eine Quelle, aber diese wollen früher oder später die Beteiligungen wieder abstoßen. Wenn sie dies nicht durch Verkauf an der Börse erreichen können, ist die einzige realistische Alternative der Verkauf an ein anderes Unternehmen. Dadurch wird die Kontrolle des ursprünglichen Unternehmensgründers eingeschränkt oder geht sogar ganz verloren. Dies kann - wie in der Mitteilung unter Punkt 3 hervorgehoben - unerwünschte Konsequenzen für das zukünftige Wachstum haben.

10. In den Vereinigten Staaten von Amerika verschafft die bildschirmgestützte Börse der National Association of Securities Dealers Automatic Quotation (NASDAQ) - einem automatischen Quotierungssystem - insbesondere die Sektion "Small Cap" der NASDAQ - geeigneten kleineren Unternehmen leichten Zugang zu langfristigem Eigenkapital durch das öffentliche Anbieten ihrer Anteile und einer anschließenden Zulassung zum Börsenhandel. Sie bringt den Wertpapierhändlern die wachsenden Vorteile der Vernetzung durch die sich entwickelnde Informationsgesellschaft. Laut Angaben einer Forschungsorganisation⁷ mit Sitz in San Francisco sind anscheinend etwa 95 % der US-Firmen, die finanziell durch

⁶Europäische Konjunkturumfrage

⁷VentureOne

Wagniskapital unterstützt werden, auf dem NASDAQ-Markt zugelassen, obwohl die Zahl von einem der größten US-Fonds gegenwärtig auf 88 % beziffert wird. Auf jeden Fall handelt es sich um eine bedeutsame Größenordnung.

Gleichermaßen wichtig ist die Tatsache, daß zwanzig Prozent der Initial Public Offerings (IPOs) auf dem NASDAQ-Markt aus dem Hochtechnologie-Bereich kommen. Im Vergleich dazu machen diese auf den sechs wichtigsten nationalen Börsen innerhalb Europas nur zehn Prozent der IPOs aus. Eine Erklärung hierfür könnte sein, daß während der letzten zwei Jahre fünfunddreißig Prozent der Unternehmen, deren Wertpapiere am NASDAQ-Markt aufgelegt wurden, zu diesem Zeitpunkt Verluste ausgewiesen haben, da die angebotenen Produkte noch nicht die volle Marktfähigkeit erreicht hatten. Dies wäre an jeder "offiziellen" nationalen Börse in Europa unmöglich gewesen (mit Ausnahme der Biotechnologiebörse in London), da sie eine Börsenzulassung solcher Unternehmen nicht erlauben. Dies hat negative Auswirkungen auf die europäische Wettbewerbsfähigkeit in einigen wichtigen Sektoren, nicht zuletzt im Bereich der Informationsgesellschaft.

Was die Schaffung von Arbeitsplätzen betrifft, so zeigt ein aktueller Bericht⁸, daß obwohl die an der NASDAQ-Börse notierten Unternehmen nur 0,04 % aller US-Unternehmen ausmachten, sie an die 16 % - oder 300.000 - der neuen Arbeitsplätze in der amerikanischen Wirtschaft zwischen Januar 1990 und Juni 1994 geschaffen haben.

11. Dem Bericht über "Europäische Sekundärbörsen für junge technologie-orientierte Firmen" aus dem Jahre 1994, der von Graham Bannock & Partners im Auftrag der Kommissionsdienststellen erstellt wurde, und den Praxiserfahrungen wachstumsstarker KMU aller Art zufolge, waren die nationalen Börsen weder dazu in der Lage noch gewillt, sich auf Aktien kleiner Unternehmen zu spezialisieren. Diese Ansicht wird von der Tatsache gestützt, daß die zehn größten Unternehmen auf dem Londoner Aktienmarkt 23 % der gesamten Börsenkapitalisierung ausmachen, in Paris sind es 25 % und in Amsterdam 74 %. In Frankfurt werden zwischen 80% und 90 % aller Geschäfte mit Anteilen der dreißig größten zugelassenen Unternehmen abgewickelt. Dies ist nicht nur ein rein europäisches Phänomen. In den USA zeigte die New Yorker Börse in den frühen Siebzigern ein ähnlich mangelndes Interesse und ermöglichte so dem NASDAQ-Markt, zusammen mit anderen eher inoffiziellen Märkten, diese Lücke zu schließen.

In den frühen achtziger Jahren versuchte eine Reihe nationaler Aktienmärkte in Europa auf die offensichtliche Nachfrage zu reagieren, indem sie sogenannte "Sekundär-" oder korrekter ausgedrückt "nachgeschaltete" Märkte schuf. Zwar wurden diese nach wie vor durch die nationalen Börsen reguliert, hatten aber (und haben noch, soweit sie noch im Geschäft sind) weniger einschränkende Börsenzulassungsbedingungen und laufende Offenlegungspflichten als die Hauptmärkte. Das Problem liegt jedoch darin, daß alle diese Märkte nach dem Börsenkrach von 1987 einen starken Konjunkturrückgang zu verkraften hatten, von dem die Mehrheit sich kaum oder überhaupt nicht erholt hat.

⁸Cognetics Inc., Juni 1995

Das Ergebnis war folgendes. Während auf dem NASDAQ-Markt 1993 allein 628 Unternehmen zugelassen wurden, waren es insgesamt 31 für alle Sekundärmärkte in Europa, insgesamt 218 Unternehmen auf den europäischen Hauptmärkten. Die Statistik deutet darauf hin, daß die kleineren Unternehmen beim Zugang zu Kapitalmärkten benachteiligt sind. Es wurde errechnet, daß 56 % der europäischen Unternehmen mit über 500 Beschäftigten durch Börsenzulassung Kapital aufgenommen haben. Die Anzahl von Unternehmen mit unter 500 Beschäftigten liegt bei nur 2,2 %. Der Wettbewerbsnachteil läßt sich in Anbetracht der weitaus größeren Zahl von Unternehmen der zweiten Kategorie unmöglich berechnen; ebenso kann man nicht wissen, wieviele Unternehmen Kapital aufnehmen würden, wenn sie die Gelegenheit dazu hätten; allerdings könnten diese Faktoren sehr wohl von Bedeutung sein.

Das Fehlen einer dem NASDAQ-Markt gleichwertigen Einrichtung in einem der Mitgliedstaaten oder in der Europäischen Union hat bereits dazu geführt, daß einige der vielversprechendsten Wachstumsunternehmen Europas eine Zulassung für den NASDAQ-Markt beantragt haben, was deutlich zeigt, daß der Bedarf für einen Markt vorhanden ist. Dieser Trend wurde durch eine großangelegte Marketingkampagne der US-Wertpapierbankenbanken gefördert. Etwa zehn Prozent der auf dem NASDAQ-Markt neu zugelassenen Firmen kommen gegenwärtig aus Europa, wobei in den letzten drei Jahren mehr zugelassen wurden als in den zehn Jahren zuvor. Man geht davon aus, daß über hundert europäische Unternehmen zur Zeit zu diesem Zweck Verhandlungen führen - was jedoch nicht belegt werden kann.

Die Situation in Europa ist schwerlich auf einen Mangel an Nachfrage zurückzuführen, insbesondere nicht durch institutionelle Anleger. Europäische Finanzinstitute kaufen normalerweise 20 % der angebotenen Anteile, wenn ein US-Unternehmen auf den NASDAQ-Markt kommt. Handelt es sich um ein europäisches Unternehmen, so steigt der Anteil auf dreißig bis fünfunddreißig Prozent. Tatsächlich sollen siebenundachtzig Prozent der europäischen Finanzinstitute in Aktien auf dem NASDAQ-Markt investiert haben. Außerdem unterstrich die Gesprächsrunde führender Persönlichkeiten des Bankensektors in ihrem Abschlußbericht⁹ die Notwendigkeit der Schaffung eines aktiven und liquiden Aktienmarktes, der für die KMU zugänglich ist.

12. Angesichts der jüngsten Entwicklungen (siehe Punkt 13) scheinen einige europäische Börsen den Bedarf an neuen Märkten zu erkennen, die mehr auf die Bedürfnisse der kleineren Unternehmen sowie derjenigen, die möglicherweise in die Anteile dieser Unternehmen investieren wollen, abgestimmt sind. Angesichts der unterschiedlichen nationalen Rechtsvorschriften und Gepflogenheiten versucht jede nationale Börse, den Markt von Grund auf neu aufzubauen und das lokale und regionale Investoreninteresse auf Anteile ihrer bekannter Unternehmen zu lenken. Dabei übersehen sie die weiter reichenden europäischen Bedürfnisse und die offensichtlichen Chancen, die sich daraus ergeben könnten.

⁹19.05.1994

Obwohl letzten Endes eine Verknüpfung der Märkte angestrebt wird, wodurch ein gewisses Maß an grenzüberschreitendem Handel ermöglicht würde, wird es vermutlich noch einige Zeit dauern, bis konkrete Vorschläge auf den Tisch kommen, außer im Falle des Vorschlags der Pariser Börse für einen "Nouveau Marché". Doch selbst dann werden sie bilateraler Art sein und bedürfen weiterer Anstrengungen und einer längeren Reifezeit bis zur Erreichung der kritischen Masse, die erforderlich ist, um das Interesse der Investoren zu wecken und ein ausreichendes Maß an Liquidität zu gewährleisten. Zugleich sollte ein gesamteuropäischer Markt attraktive Anlageangebote für Finanzinstitute einschließlich der Institute in den regionalen Finanzzentren bieten, die an Aktiengeschäften teilnehmen wollen.

13. Man kann davon ausgehen, daß jene europäischen Firmen, die auf dem NASDAQ-Markt zugelassen sind und ihr regelmäßig auftretendes Bedürfnis nach weiteren Aktienemissionen bekunden, von ihren Investitionsbanken informiert werden, daß dies leichter wäre, wenn sich das Unternehmen innerhalb der USA durch erhöhte Expansion stärker profilieren würde. Dieser Ratschlag wird wahrscheinlich, nicht zuletzt aus wirtschaftlichen Gründen, befolgt werden, da sich nur Firmen, die bereits mindestens zwanzig Prozent ihres Umsatzes in den USA tätigen, tatsächlich für eine NASDAQ-Börsenzulassung eignen. Eine mögliche Folge ist, daß Europa die größten wirtschaftlichen Vorteile aus den in diesen Unternehmen entwickelten Produkten und Verfahren verliert. Zudem haben Firmen, die weder die vorausgesetzten Anforderungen für eine Zulassung an einer nationalen europäischen Börse erfüllen noch einen ausreichend großen Markt in den USA haben, um an die NASDAQ-Börse zu gehen, effektiv keine Möglichkeit, Kapital auf den öffentlichen Märkten aufzunehmen. Auch wenn nationale Initiativen wie der britische AIM Markt erfolgreich sind, so bleibt doch die Mehrheit der Mitgliedstaaten in absehbarer Zukunft ohne solche Einrichtungen (es wird wohl einige Jahre dauern, bis die in Deutschland, Italien und in anderen Ländern vorgeschlagenen Entwicklungen verwirklicht werden). Dies zeigt den Lösungsbedarf auf europäischer Ebene.

14. Bisher war es schwierig, sich in Anbetracht bestehender steuerlicher, ordnungsrechtlicher und anderer Hemmnisse die Schaffung eines wirklichen gesamteuropäischen Aktienmarktes vorzustellen. Mit Inkrafttreten einiger gemeinschaftlicher Rechtsvorschriften, vor allem der Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen¹⁰ am 1. Januar 1996, werden sich die Chancen hierfür deutlich verbessern.

15. In Anbetracht der sich durch die neue Gesetzgebung auf europäischer Ebene bietenden Möglichkeiten hat die Kommission geprüft, welche Möglichkeiten ihr für die Förderung eines gesamteuropäischen Kapitalmarktes offenstehen, der kleineren Unternehmen mit Eigenkapitalbedarf die gleichen Vorteile bietet wie der NASDAQ-Markt. Es wurde schnell deutlich, daß die geeigneteste Aufgabe für sie darin besteht, zu untersuchen, welches Interesse bei einflußreichen Mitgliedern der Finanzgemeinschaft an der Schaffung sowohl eines europäischen Gegenstücks zur American Association of Securities Dealers (der der

¹⁰93/22/EWG

elektronische NASDAQ-Berufshandel als Service zur Verfügung steht) als auch zu gegebener Zeit an einem neuen, privat finanzierten und geführten Aktienmarkt auf europäischer Ebene besteht. Zu diesem Zweck fanden seit Juli 1993 inoffizielle Treffen mit Mitgliedern der Finanzgemeinschaft statt. Als man herausfand, daß Interesse besteht, wurde klar, daß eine bereits bestehende Organisation als Vermittler gebraucht würde, um eine sinnvolle Durchführbarkeitsuntersuchung zu realisieren.

III. DIE DURCHFÜHRBARKEITSSTUDIE DER EUROPÄISCHEN VEREINIGUNG FÜR RISIKOKAPITAL (EVCA)

16. Als Folge der Gespräche, die mit der europäischen Finanzgemeinschaft geführt wurden, beantragte die European Venture Capital Association EVCA eine finanzielle Unterstützung für die Durchführung einer Studie über die mögliche Schaffung eines europäischen Kapitalmarktes für junge wachstumsstarke Unternehmen. Nach sorgfältiger Überprüfung des vorgelegten, umfangreichen Dossiers wurde am 22. Februar 1994 der Beschluß gefaßt, die Kosten für diese Untersuchung zu teilen, wobei die EVCA mit ihren weitreichenden Kontakten für die Rolle des Vermittlers geeignet erschien.

17. Unmittelbar nachdem die Entscheidung über die finanzielle Unterstützung gefallen war, wurde mit der Studie begonnen. Als Ergebnis der bilateralen Gespräche, die die EVCA mit verschiedenen Parteien führte, wurde der Beschluß gefaßt, eine Arbeitsgruppe zu bilden, um alle damit verbundenen Themen abzudecken, mit dem Ziel, bis Ende des Jahres einen Bericht über die Durchführbarkeit dieses Vorhabens vorzulegen.

18. Bei einer Sitzung am 28. und 29. Juni in Paris, an der fast siebzig Personen teilnahmen, war man fast einstimmig der Meinung, daß die Schaffung eines Verbandes europäischer Wertpapierhändler, "European Association of Securities Dealers" (EASD) und einer bildschirmgestützten Börse (EASDAQ) erforderlich wäre, wobei letztere vollständig nach den Gesetzen der Gemeinschaft funktionieren soll. Zu diesem Zweck mußte die Arbeitsgruppe in einen Lenkungsausschuß umgewandelt werden, mit der Aufgabe, Entwürfe für die EASD und die EASDAQ zu erstellen sowie eine Eröffnungsversammlung der erstgenannten Einrichtung zu organisieren.

19. Die Eröffnungsversammlung der EASD fand am 15. November 1994 in London statt. Der Bericht des Lenkungsausschusses wurde angenommen, und der Ausschuß wurde in seinem Amt bestätigt, wobei die Wahl der Direktoren, auf die erst später stattfindende erste Generalversammlung verschoben wurde. Ebenso wurden fünf Arbeitsgruppen eingerichtet, um den verschiedenen Tätigkeiten auf einem gesamteuropäischen Kapitalmarkt Rechnung zu tragen.

20. Am nächsten Tag fand eine Konferenz statt, auf der die Gründe für die Schaffung des EASDAQ-Marktes ausführlich dargelegt wurden. Etwa 200 Delegierte nahmen daran teil, unter ihnen Vertreter von fünfzehn Börsen und eine beeindruckende Zahl größerer Investmenthäuser. Die Mehrheit schien das Ziel, eine elektronische, bildschirmorientierte Börse für die wachstumsstärksten Unternehmen Europas durch die EASDAQ oder andere

Vorhaben einzurichten, zu unterstützen, obgleich diese Unterstützung als vorläufig beurteilt werden muß, da kein endgültiger Entwurf verabschiedet wurde.

21. Zu diesem Zeitpunkt wurde die EVCA-Durchführbarkeitsstudie als erfolgreich abgeschlossen beurteilt. Es muß hervorgehoben werden, daß die Schaffung der European Association of Securities Dealers ausschließlich aufgrund der Unterstützung durch die Finanzgemeinschaft zustande gekommen war. Die Kommission hat sich weder an den täglichen Arbeiten beteiligt, noch hat sie versucht, auf den Ausgang der verschiedenen stattfindenden Gespräche Einfluß zu nehmen.

IV. DER VERBAND EUROPÄISCHER WERTPAPIERHÄNDLER (EASD)

22. Die EASD wurde mit dem Ziel gegründet, die Verfügbarkeit von für junge, wachstumsstarke Unternehmen besser zugänglichen Wertpapiermärkten, sowohl auf europäischer als auch auf nationaler Ebene zu verbessern. Außerdem versucht sie, das Interesse potentieller Teilnehmer (Investmenthäuser, Market Maker, Effektenhändler) an Märkten dieser Art anzuregen. Um diese Ziele zu erreichen, wird sie folgende Aufgaben wahrnehmen:

- Beratung bei der Schaffung und Entwicklung des neuen EASDAQ-Marktes, wobei sie als Brückenglied zwischen politischen Entscheidungsträgern und Gesetzgebern, Aktienemittenten, Wertpapierhändlern und Anlegern auftritt sowie bewährte Verfahren ("best practice") aufzeigt;

- Abgabe politischer Empfehlungen, basierend auf den festgestellten bewährten Verfahren zur Einrichtung und Funktionsweise regionaler und nationaler Märkte für Wertpapiere kleiner Unternehmen basieren;

- Förderung von Veränderungen in den gesetzlichen, steuerlichen und ordnungsrechtlichen Rahmenbedingungen zu erreichen, sofern sich diese als Hindernis für die obengenannten Ziele erweisen;

- Bereitstellung eines gesamteuropäischen Forums für alle in den Markt für Wertpapiere kleiner Unternehmen involvierten, durch die Schaffung von Informationen, Schulungsmöglichkeiten (insbesondere in Fähigkeiten, die in Europa gegenwärtig selten zu finden sind (z.B. Marktzugang, Market Making, Organisation von Konferenzen, Auftragsvergabe für Untersuchungen usw.).

23. Die Vollmitgliedschaft in der EASD wird einzelnen Unternehmen und Organisationen vorbehalten bleiben, die aktiv am Handel mit Wertpapieren sowie der Untersuchung und Unterstützung von Wertpapieren kleiner Unternehmen beteiligt sind. Eine assoziierte Mitgliedschaft steht einzelnen Unternehmen und Organisationen offen, die ein kommerzielles oder politisches Interesse an den Tätigkeiten der EASD haben. Ziel ist es, bis zum 1. Juli 1996 100 Vollmitglieder und 25 assoziierte Mitglieder aufweisen zu können.

24. Die Beziehung zwischen der EASD und der EASDAQ AG wurde in einem Memorandum, das am 2. Mai 1995 unterzeichnet wurde, definiert. Die EASD wird demzufolge:

- alle Verwaltungsaufgaben übernehmen in bezug auf die Mitgliedschaft aller im EASDAQ-Markt aktiven Broker/Händler (entsprechend der Vereinbarung zwischen der National Association of Securities Dealers und der NASDAQ);

- Berufsvorschriften für die Schulung, Prüfung und Zulassung einzelner Broker und Händler bestätigen;

- die Zulassung und den Ausschluß von Börsenmitgliedern festlegen;

- Veröffentlichungs- und Zulassungsregeln und -verfahren und die laufenden Verpflichtungen der Emittenten sowie die Regeln der Clearing- und Abwicklungssysteme bestätigen, bevor sie den Aufsichtsstellen vorgelegt werden, wobei die letztendliche Verantwortung bei der EASDAQ liegt.

Zusätzlich wird die EASD - um eine ausgewogene Vertretung aller Marktinteressen zu gewährleisten - befugt sein, ein Drittel der Direktoren für den Vorstand der EASDAQ zu nominieren sowie gemeinsam mit den Aktionären der EASDAQ ein weiteres Drittel vorschlagen.

Die enge Verbindung zwischen der EASD und der EASDAQ ist zu einem gewissen Teil ein Unfall der Geschichte. Als die EASD geschaffen wurde, gab es nur einen Vorschlag - nämlich von der EASDAQ - für eine gesamteuropäische Börse für kleinere Unternehmen. Als ein nicht gewinnorientierter Berufsverband muß sie offensichtlich darauf vorbereitet sein, in andere Projekte mit eingebunden zu werden, und zwar in dem Ausmaß, wie die Sponsoren es verlangen. Es ist ermutigend, daß der Direktor der EASD jetzt auch die Funktion des Direktors des französischen "Nouveau Marché" ausübt.

25. In Anbetracht der Tatsache, daß dies ein positiver Beitrag für das politische Ziel - nämlich, den meisten vielversprechenden jungen Unternehmen auf der angemessenen Ebene (europäischen, nationalen oder regionalen) innerhalb der Europäischen Union Zugang zu zusätzlichem Eigenkapital zu verschaffen - wäre, hielt es die Kommission für angemessen, einen Beitrag zu den laufenden Kosten der EASD während der ersten achtzehn Monate ihres Bestehens zu leisten. Danach soll sie jedoch finanziell vollkommen unabhängig arbeiten.

V. VORGESCHLAGENE EUROPÄISCHE BÖRSEN.

EASDAQ:

26. Das Ergebnis der Untersuchungen der Kommission über die Möglichkeiten zur Schaffung eines verbesserten Eigenkapitalzugangs für KMU, wie sie vom Rat angefordert wurden, hat eine konkrete gesamteuropäische Initiative ins Leben gerufen, die EASDAQ-

Börse (European Association of Securities Dealers Automated Quotation). Dessen Entwicklung und Arbeitspläne werden im folgenden näher erläutert.

FORTSCHRITTE HINSICHTLICH SEINER SCHAFFUNG.

27. Im September 1994 wurde Einvernehmen bezüglich der möglichen Schaffung einer gesamteuropäischen Börse für die Wertpapieranteile wachstumsstarker Kleinunternehmen erzielt. Die an dieser Vereinbarung beteiligten Parteien waren die EASDAQ-UK (eine Gruppe einflußreicher Persönlichkeiten aus dem britischen Finanzsektor), die SBF-Paris Bourse (die jetzt ihre Pläne eines Konkurrenzmarktes entwickelt hat, dessen Beschreibung folgen wird), der US-amerikanische NASDAQ-Markt und die European Venture Capital Association. Ziel war es, bis Anfang des Jahres 1996 eine funktionsfähige Börse zu schaffen, und dies wird nach wie vor verfolgt.

28. Etwa im März 1995 wurde damit begonnen, die EASDAQ in eine juristische Person - eine Aktiengesellschaft nach belgischem Recht - zu überführen; es wurde ein Geschäftsführer ernannt; Büros wurden in Brüssel eingerichtet; und es wurden Anstrengungen unternommen, um ein Anfangskapital von 1 Million ECU durch private Aktienemission zu beschaffen. Die Summe konnte erfolgreich beschafft werden.

DIE STRUKTUR DES MARKTES.

29. Ursprünglich hatte man gehofft, eine Holding-Gesellschaft mit Tochtergesellschaften in den wichtigsten europäischen Finanzzentren gründen zu können, wobei jede einen "geregelten" Status haben sollte; aber diese Idee wurde angesichts der technischen Schwierigkeiten fallen gelassen. Dies könnte also bedeuten, daß der EASDAQ-Markt, zumindest anfänglich, nur in einem Mitgliedstaat eingerichtet und von dort geregelt wird, obgleich der Handel in ganz Europa stattfindet. Der Handel würde in diesem Fall anschließend vollständig elektronisch ablaufen, was bedeutet, daß allen Wertpapierhändlern, die gewillt sind, von den Vorteilen der Entwicklungen im Bereich der Telematikinformations- und -handelssysteme Gebrauch zu machen, profitieren können, auch in den weniger entwickelten und den Randgebieten innerhalb der Europäischen Union. Die Tatsache, daß der Markt allen autorisierten und zugelassenen Wertpapierhändlern offen steht, ist eine direkte Folge der Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen. Alle widrigen Umstände aufgrund verwaltungsrechtlicher Schwierigkeiten, einschließlich der oben beschriebenen, werden in Abschnitt VI einer eingehenden Prüfung unterzogen.

30. Die Organisatoren beabsichtigen folgendes:

- der EASDAQ-Markt soll in erster Linie für kleinere wachstumsstarke europäische Unternehmen mit grenzüberschreitenden Ambitionen da sein und zwar unabhängig von Größe und Alter, jedoch andere Unternehmen, die vielleicht für die Investoren von Interesse sind, nicht ausschließen. Die Unternehmen müssen eine Börsenzulassung beantragen und werden auf der Grundlage ihres Wachstums, ihres Gewinnpotentials und ihrer Strategie in Hinblick auf zukünftige Entwicklungen ausgewählt. Viele der hier

zugelassenen Unternehmen würden sich durch ein höheres Risiko und ein potentiell höheres Ertragsprofil auszeichnen als die Unternehmen, die sich normalerweise um Zulassung bei den bestehenden nationalen Wertpapierbörsen innerhalb Europas bemühen. Außerdem:

- sollte das Hauptziel der meisten Unternehmen, die auf den Markt kommen, darin bestehen, ihr Wachstum zu finanzieren;

- soll der Markt sowohl privaten wie institutionellen Anlegern offen stehen, die - einzig in Europa - im Börsenvorstand vertreten wären und, außerdem gleichen Zugang sowohl zum Markt als auch zu sensiblen Informationen hätten. Für betrügerische Aktivitäten und Insidergeschäfte würden strenge Regeln gelten;

- wird der Markt mit effizienten Handels- und Abwicklungssystemen ausgestattet und mit ähnlichen Einrichtungen wie bei der NASDAQ, eine geeignete Handelsplattform und Möglichkeit zur Marktbeobachtung darstellen.

31. Der Aktienhandel an sich wird überwiegend auf der Grundlage des "Market-Making" Systems stattfinden, wobei zwei oder mehr Finanzinstitute einen Markt für jede zugelassene Aktie unterhalten. Das erfordert, daß sie jederzeit bereit sind, Kauf- und Verkaufspreise der Aktien, mit denen sie handeln, zu nennen, wobei diese Information allen autorisierten Händlern mit Zugang zum Handelssystem zur Verfügung stehen muß. Ebenso werden sie eine ausreichende Anzahl an Aktien halten müssen, um in der Lage zu sein, die Nachfrage zu decken. Zumindest am Anfang wird auch ein "Matching System" zur Verfügung gestellt, mit dessen Hilfe Kauf- und Verkaufsaufträge identifiziert werden, d.h., der Handel wird auf der Basis deckungsgleicher Kauf- und Verkaufsaufträge durchgeführt. Ein Problem, dem man sich stellen muß, ist die Tatsache, daß das "Market Making" mit Aktien, im Gegensatz zu Obligationen, in Kontinentaleuropa zur Zeit noch so gut wie unbekannt ist und erst noch aufgebaut werden muß. Dies ist ein Nachteil, den die EASD durch ihr Angebot an professionellen Schulungen zu beseitigen versucht.

32. Alle Unternehmen, die notiert werden wollen, müssen in allen Mitgliedstaaten die gleichen rechtlichen Mindestansprüche erfüllen und ein Prospekt veröffentlichen, der die Bedingungen erfüllt, die in der Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, Kontrolle und Verbreitung des Prospekts, der im Falle öffentlicher Angebote von Wertpapieren zu veröffentlichen ist, definiert werden¹¹. Damit die verschiedenen Mitgliedstaaten den Prospekt gegenseitig anerkennen, muß er mit der gleichen Genauigkeit erstellt werden, wie Prospekte für die Zulassung von Wertpapieren an einer amtlichen Wertpapierbörse¹². Außerdem ist es wahrscheinlich, daß ein EASD-Börsenmitglied die Prospektaktivitäten unterstützt, ob sie nun ausdrücklich nach den Börsenregeln erforderlich sind oder nicht. Das Unternehmen wird sicherlich unter der laufenden Verpflichtung stehen, Einzelheiten über alle relevanten Preise an den Markt weiterzugeben, wie es das Gemeinschaftsrecht fordert¹³.

¹¹89/298/EWG und 90/211/EWG

¹²Richtlinie 80/390/EWG

¹³89/592/EWG

33. Wenn auch die Händler es bevorzugen würden, alle Geschäfte in ECU abzuwickeln, so ist dies vor der Schaffung einer europäischen Einheitswährung nahezu unmöglich, da auf ECU-Überweisungen bedeutend höhere Transaktionskosten entfallen als auf Überweisungen in nationalen Währungen. Aus diesem Grunde werden die Unternehmen wahrscheinlich wählen können, in welcher Währung ihre Aktien gehandelt werden sollen; auf den Handelsbildschirmen wird jedoch zumindest ein entsprechender Preis in ECU angezeigt. Die Notwendigkeit, mit mehreren Währungen zu arbeiten, wird zweifellos die Aktivitäten eines jeden Aktienmarktes, der ein hohes Maß an grenzüberschreitenden Handelstätigkeiten aufbauen will, hemmen, was wiederum zeigt, wie wichtig die Einführung einer gemeinsamen europäischen Währung zum frühest möglichen Zeitpunkt ist.

34. Aufgrund des nachweislichen Erfolges der American Depositary Receipts, ist es wahrscheinlich, daß der Handel eher mit Depositary Receipts (Depotscheinen), die bei einer anerkannten Bank deponiert werden, als mit Aktienzertifikaten ablaufen wird.

35. Es ist offensichtlich, daß der EASDAQ-Markt nicht in direkten Wettbewerb mit den bestehenden europäischen Börsen, die auf nationaler oder regionaler tätig sind, treten, sondern nur eine entdeckte Marktnische besetzen soll. Man schätzt, daß nach fünf Jahren nur etwa fünfhundert Unternehmen amtlich notiert sein werden. Viele Unternehmen werden ein für den EASDAQ-Markt ungeeignetes Profil haben und werden Zugang zu verbesserten, nationalen, "KMU-freundlichen" Börsenplätzen suchen. Die Schaffung solcher Märkte (über das angekündigte Maß hinaus) sollte durch die Gemeinschaftspolitik in der gesamten Europäischen Union verstärkt angeregt werden.

DER "NOUVEAU MARCHÉ":

36. Vorschläge für einen "Nouveau Marché" wurden erstmals im Februar 1995 von der Pariser Börse vorgestellt, die 100 % der Anteile hält. Nach Angaben der Pariser Börse¹⁴ ist das gegenwärtige Ziel die Schaffung eines europaweiten Netzes von Finanzzentren, die dynamischen Unternehmen offen stehen und für die alle die gleichen Börsenzulassungs- und Handelsvorschriften gelten. Bis jetzt hat nur die Brüsseler Börse ein Abkommen für die Teilnahme abgeschlossen.

37. Der Markt wird in hohem Maße geregelt und allen Finanzmittlern mit Sitz in Europa offen stehen, die von der Société Nouveau Marché zugelassen werden. Sie lassen sich im wesentlichen in drei Kategorien unterteilen:

- Sponsoren/Market Maker, die Unternehmen zur Börse bringen und dann mit ihren Anteilen handeln;

- Broker/Händler, die sowohl für Kunden als auch auf eigene Rechnung mit Wertpapieren handeln. Auch sie sind in der Lage, Unternehmen, die erstmals an der Börse

¹⁴Im Juli 1995

notiert werden, zu unterstützen, vorausgesetzt sie können bezüglich der zukünftigen Aktiengeschäfte einen Vertrag mit einem Market Maker abschließen;

- Clearingbanken, die die Transaktionen zwischen den Marktteilnehmern auf- und verrechnen.

38. Zielgruppe sollen Unternehmen sein, die den folgenden Kategorien zugeordnet werden können:

- kürzlich gegründete Unternehmen auf der Suche nach Kapital für besondere Projekte;

- Hochtechnologie-Unternehmen, die schwerpunktmäßig auf die Entwicklung neuer Produkte ausgerichtet sind;

- stark wachstumsträchtige Kleinunternehmen;

- Familienunternehmen, die die Zahl ihrer Gesellschafter erhöhen wollen;

- expandierende Unternehmen, die einen neuen Entwicklungsabschnitt beginnen wollen.

39. Nach jüngsten Untersuchungen¹⁵ gibt es ungefähr 4.500 Unternehmen, die die Zulassungsbedingungen bereits erfüllen oder in der nahen Zukunft erfüllen könnten. Bezüglich der Kapitalisierung, Umfang der Aktiva usw. werden die Marktzulassungsbedingungen denen des NASDAQ SmallCap-Marktes ähneln. Außerdem müssen die Dienste eines anerkannten Market Makers gewährleistet sein; ein Prospekt muß herausgegeben werden; die Bereitstellung fortlaufender Informationen wird zugesagt; von den Unternehmensgründern und der Geschäftsleitung muß ein Vertrag unterzeichnet werden, in dem sie festlegen, daß für drei Jahre 80 % der Anteile, die sie zur Zeit der Erstnotierung halten, zurückgehalten werden. Für Unternehmen, die erst weniger als zwei Jahre im Geschäft sind, ist die Rückhaltequote in den ersten zwei Jahren auf 100 % angehoben, die im dritten Jahr auf 80 % gesenkt wird. Außerdem müssen 10 % der ausgegebenen Aktien dem Market Maker zur Verfügung stehen, um einen liquiden Folgemarkt zu gewährleisten.

40. Der Handel wird durch ein System, das eine Mischform aus Market Making und zentralem Auftragsbuch mit zwei Preisfeststellungen pro Tag darstellt, abgewickelt werden. Die Einzelheiten des Clearing- und Abwicklungssystem müssen noch festgelegt werden.

41. Die Börsenaktivitäten sollen im Februar 1996 starten. Es ist vorgesehen, im ersten Jahr dreißig Unternehmen gewinnen zu können - von denen acht bereits genau identifiziert worden sind - und danach ca. fünfzig pro Jahr.

¹⁵durch INSEE, ANVAR, SBF

WESENTLICHE VORAUSSETZUNGEN FÜR DEN ERFOLG DER NEUEN BÖRSE.

42. Mögliche Teilnehmer des Marktes sind der Auffassung, daß für einen Erfolg Börsen auf europäischer Ebene sowohl bei den Unternehmen als auch bei den Anlegern viel stärker unterstützt werden sollen, als dies normalerweise für Wertpapierdienstleistungen in Europa der Fall ist, obwohl inzwischen vor allem in London die Notwendigkeit für einen unternehmerischen Ansatz klar erkannt wurde. Daß es notwendig ist, ständig neue Unternehmen für eine erste Notierung zu gewinnen, zeigt die Tatsache, daß zwischen 1983 und 1992 3401 neue Notierungen auf dem NASDAQ-Markt stattfanden, gleichzeitig jedoch 2552 Unternehmen wegen Bankrott, Verschmelzung, Übernahme, Überführung an eine andere Börse oder Rückwandlung in eine private Gesellschaft abgemeldet wurden.¹⁶

Ebenso zeigt dies den ständigen Bedarf an geeigneten Unternehmenskandidaten, insbesondere aus dem Hochtechnologie-Bereich, die besonders wachstumsträchtig scheinen. Damit dieses Ziel erreicht werden kann, müssen Maßnahmen in Betracht gezogen werden, die die finanziellen Hemmnisse, die ihre Entwicklung bremsen (siehe Punkt 9), beseitigen. Dennoch scheint die gegenwärtige Situation innerhalb der Europäischen Union recht ermutigend zu sein. Eine von der Kommission in Auftrag gegebene Studie im Rahmen des SPRINT Programmes befand, daß die Anzahl von Unternehmen, die mögliche Kandidaten für eine Notierung an einem europäischen Kapitalmarkt waren, groß genug war, um eine mögliche operationelle Lebensfähigkeit anzuzeigen.¹⁷ Ob dies die gleiche Gültigkeit für zwei oder mehr konkurrierende Märkte besitzt, muß abgewartet werden.

43. Eine weitere wichtige Voraussetzung ist, daß der Markt über einen hohen Grad an Liquidität verfügen sollte, um zu gewährleisten, daß die Aktien der betreffenden Unternehmen leicht gekauft und verkauft werden können, obwohl dies offensichtlich von der Anzahl der öffentlich emittierten Aktien und der Zahl der Aktionäre abhängen wird. Ohne die Möglichkeit, Aktienpakete vernünftigen Umfangs handeln zu können, werden institutionelle Anleger schnell das Interesse verlieren. Dies ist einer der Gründe für die relative Erfolglosigkeit der bestehenden Sekundärmärkte in Europa.

Auf dem NASDAQ-Markt sieht die Liquiditätssituation viel besser aus. Ein Grund hierfür ist die Bedingung, daß einerseits mindestens hundert Aktionäre vorhanden sein sollten und andererseits, eine vernünftige Anzahl an Aktien zur Verfügung steht. Ein weiterer Grund ist die Verfügbarkeit und Zugänglichkeit sorgfältig recherchierter Informationen. Viele Unternehmen sind relativ unbekannt und ohne die Verfügbarkeit regelmäßig erstellter, qualitativ hochwertiger Untersuchungsberichte wird den Anlegern das nötige Vertrauen zu Anlage fehlen. Den Unternehmen ist diese Tatsache bekannt, und sie neigen dazu, ihre NASDAQ-Sponsoren anhand ihres Rufes für gute und fortlaufende Unternehmensanalysen auszuwählen. Der Aufbau eines vergleichbaren Anlagenniveaus in Europa wird als wesentlich erachtet, wenn irgendein gesamteuropäischer Markt erfolgreich sein soll.

¹⁶Nikko Research Centre

¹⁷Siehe Anhang B

44. Auch ist es wichtig, daß alle Aktivitäten kostengünstig sind, d.h. daß die Zulassungsgebühren und Mitgliedsbeiträge auf einem realistischen Niveau gehalten werden können.

45. Ein auffallendes Merkmal der NASDAQ-Börse ist, daß die Unternehmen - sogar wenn sie sich internationalen Ruf erworben haben - zumeist auf diesem Markt geblieben sind, anstatt sich an der New Yorker Börse notieren zu lassen. Ein Problem der einzelstaatlichen Sekundärmärkte in Europa lag in dem Versuch, der erfolgreichen aber auch der weniger erfolgreichen Unternehmen, sich um eine Notierung an der amtlichen Wertpapierbörse zu bemühen. Dadurch bleiben auf den Sekundärmärkten nur die schwächeren Aktien platziert, was sie in den Augen möglicher Anleger abwertet. Es ist wichtig, Börsen auf europäischer Ebene so zu gestalten, daß die Unternehmen dazu ermutigt werden, auch dann an diesen Börsen zu bleiben, wenn sie eine Größe erreicht haben, mit der sie leicht eine Notierung an den amtlichen Wertpapierbörsen erhalten würden.

46. Wenn das Ziel eines besseren Zugang für die KMUs zu zusätzlichem Eigenkapital in signifikantem Umfang realisiert werden soll, wird es notwendig sein, die Inhaber geeigneter Unternehmen zu ermutigen, mit ihren Unternehmen an die Börse zu gehen, und das Interesse einer großen Zahl potentieller Anleger zu wecken. Dazu ist erforderlich, daß beide Parteien sehr großes Vertrauen in die Regulierung solcher Aktienmärkte und die Integrität der Personen, die auf ihnen tätig sind, haben, insbesondere zu einem Zeitpunkt, wenn die erste gesamteuropäische Börse in die Wege geleitet wird.

47. Folglich sollten die für diese Märkte geltenden Regeln und Normen, im Interesse aller, den geeignetsten bekannten Regeln in Europa entsprechen. Außerdem müssen die Praktiken der Market Maker sowie die Einkünfte, die sie für ihre Tätigkeiten erhalten, so transparent wie möglich gemacht werden.

Investitionsbanken und ähnliche Institutionen, die als Underwriter und Sponsoren neuer Emissionen ernannt wurden, werden den höchsten ethischen Ansprüchen gerecht werden müssen, insbesondere bei der Gewährleistung der Gleichheit des Zugangs für Anleger zu den neuen Emissionen. Außerdem müssen Praktiken vermieden werden, die darauf abzielen, neue Emissionen während der ersten Zeit mit einem erheblichen Aufgeld im Vergleich zum normalen Bezugspreis zu verkaufen, um den Aktienkurs dann zum Schaden derer, die sie auf dem Markt erworben haben, fallen zu lassen.

48. Die oben angesprochenen Punkte erfordern im wesentlichen eher die Aufmerksamkeit der Börsenaufsicht als die Einführung neuer Gesetze. Man ist der Auffassung, daß es möglich ist, sie mit Hilfe der Regeln dieser Börsenmärkte in angemessener Weise in den Griff zu bekommen, ohne die Möglichkeiten der Wertpapierhändler einzuschränken, angemessene Gewinne zu erzielen bzw. die erforderlichen Untersuchungsberichte über die Unternehmen, deren Wertpapiere sie handeln, zu finanzieren.

VI. POTENTIELLE VERWALTUNGSRECHTLICHE UND ANDERE

HEMMNISSE FÜR DIE SCHAFFUNG EINES GESAMTEUROPÄISCHEN KAPITALMARKTES.

49. Ohne eine schnelle und korrekte Umsetzung der Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen und Börsennotierungen und ihre Übertragung in innerstaatliches Recht würden die Schaffung von Märkten mit Aussichten auf den gesamteuropäischen Handel sowie grenzüberschreitende Entwicklungen bestehender Kapitalmärkte beeinträchtigt, was wahrscheinlich auch zu Projektverzögerungen führen würde. In Anbetracht der großen Bedeutung, die der Gewährleistung eines optimalen Zugangs für Firmen aller Größen und insbesondere für wachstumsstarke KMU innerhalb der Europäischen Union beigemessen wird, ist es Aufgabe der Kommission und der Mitgliedstaaten, sicherzustellen, daß in diesem Bereich keine Probleme auftreten.

50. Die verantwortlichen Dienststellen der Kommission waren bestrebt, alle potentiellen Hemmnisse und Probleme, mit denen die Börsen innerhalb der Europäischen Union konfrontiert werden, herauszufinden. Als Reaktion auf die Entschließung des Rates 92/1218¹⁸ wurde eine Untersuchungsreihe über die verschiedenen Aspekte der Integration des Binnenmarktes auf den Weg gebracht. Eine dieser Untersuchungen beschäftigt sich speziell mit der Liberalisierung des Kapitalmarktes, so wie es auch der Fall einer gesonderten privaten Untersuchung sein wird, die vom "European Capital Markets Institute" gesponsert wird. Folgende für einen gesamteuropäischen Aktienhandel bedeutenden Punkte sollen untersucht werden:

- Wertpapiergeschäfte, normalerweise auf Kapitalmärkten;
- die physische Ein- und Ausfuhr von Wertpapieren;
- Hemmnisse für Investitionen institutioneller Anleger;
- steuerliche Faktoren wie die Besteuerung von Ersparnissen, Kapitalgewinnen, Börsenumsatzsteuer, etc.;
- der Einfluß von Wechselkursunsicherheiten; und
- Clearing und Abwicklung von Wertpapieren.

Die Ergebnisse beider Untersuchungen sollen am 31. Dezember 1995 vorliegen.

51. Bis die Dienste der Kommission diese Berichte erhalten und überprüft haben, ist es unmöglich, einen konkreten Überblick darüber zu erhalten, welche ernststen Hemmnisse es gibt und welche Maßnahmen getroffen werden könnten. In der Zwischenzeit ist es jedoch möglich, über eine Untersuchung zu berichten, die von dem Steuer- und Rechtsausschuß der EVCA durchgeführt und den Diensten der Kommission zur Verfügung gestellt wurde.

¹⁸Abl. C334/92, 18.12.92

Diese zeigt, daß die meisten Probleme in folgenden Bereichen liegen: Herausforderungen, mit denen die Aufsichtsstellen durch den neuen europäischen Markt im Finanzdienstleistungsbereich konfrontiert sind; Restriktionen bei Anlagen der Pensionsfonds in amtlich nicht notierte Wertpapiere; eine Abweichung in der Umsetzung der Prospektrichtlinie durch einen Mitgliedstaat; Kapitalgewinnsteuer und die Besteuerung von Dividenden. Die einzelnen Ergebnisse werden im folgenden kommentiert, auch wenn diese aus Sicht der von der Kommission angeforderten Untersuchungen modifiziert werden müssen.

52. Die verstärkte Liberalisierung der Finanzmärkte als Folge der EU-Rechtsvorschriften wird große Herausforderungen an die innerstaatlichen Aufsichtsstellen stellen, nicht zuletzt, wenn es um die prompte Genehmigung der Prospekte geht. Dieser Fall könnte dann eintreten, wenn ein nicht-belgisches Unternehmen auf dem EASDAQ-Markt zugelassen werden möchte. Vermutlich würde die gleiche Situation eintreten, wenn ein nicht-britisches Unternehmen auf dem AIM-Markt oder ein nicht-französisches auf dem "Nouveau Marché" zugelassen werden möchte. Um übermäßige Verzögerungen bei der Genehmigung der Börsenzulassung durch den Herkunftsstaat des beteiligten Unternehmens zu vermeiden, scheint ein hohes Maß an Zusammenarbeit zwischen den einzelnen innerstaatlichen Aufsichtsstellen unabdingbar zu sein.

Man muß davon ausgehen, daß dies nicht der einzige Bereich sein wird, in dem sich die Abstimmung zwischen den Aufsichtsstellen zur Entwicklung eines gemeinsamen Ansatzes und entsprechender Verfahren als schwierig erweisen könnte. Um ihnen bei der Bewältigung dieser Herausforderung zu helfen und ein Instrument für den Erfahrungsaustausch zu schaffen, sollten geeignete Vorkehrungen auf europäischer Ebene getroffen werden. Dies könnte entweder durch die Einrichtung einer neuen Verbindungsgruppe erfolgen, oder aber auch durch die Erweiterung der entsprechenden Expertengruppen, die sich aus Vertretern aller einzelstaatlichen Aufsichtsbehörden zusammensetzen.

53. In Anbetracht der Bedeutung, die der Sicherheit von Investitionen in Pensionsfonds beigemessen wird, sind einige Einschränkungen bezüglich der Möglichkeiten, in Wertpapiere zu investieren durchaus gerechtfertigt; immer vorausgesetzt, daß dies aus rein praktischen Erwägungen geschieht. Bisher war die Ansicht weit verbreitet, daß "nicht amtlich notierte" Wertpapiere, d.h. Aktien, die nicht auf den Hauptaktienmärkten angeboten werden, mengenmäßigen Investitionsbeschränkungen unterliegen sollten. Und dies, obwohl die Ergebnisse jüngster Untersuchungen¹⁹ zeigen, daß Anlagen in ein ausgeglichenes Portefeuille von Wertpapieren mit hohem Risiko und hohem Gewinn höhere Rendite bringen als sie durch Anlagen in große, gut eingeführte Unternehmen erzielt werden könnten. Ein Konzept, daß in den USA bereits seit längerem akzeptiert wurde.

Angesichts dieser Erkenntnisse und im Falle von Aktien, die auf einem stark geregelten Markt plaziert sind, aber immer noch als "amtlich nicht notiert" eingestuft werden, sollte es

¹⁹Hoare Govett Securities

den Mitgliedstaaten logisch erscheinen, solche Investitionen zum Zweck der Regulierung der Pensionsfonds als Aktien mit "offizieller Notierung" anzusehen. Zumindest jedoch sollte gewährleistet sein, daß ein nationaler Pensionsfonds, der in ein Unternehmen seines Landes investiert, das auf einem gesamteuropäischen Markt notiert ist, nicht schlechter gestellt wird als wenn dieses Unternehmen auf einem inländischen Markt mit einem entsprechenden Grad der Regulierung angeboten würde.

54. Einige Marktteilnehmer sind der Auffassung, daß die in England am 19. Juni 1995 in Kraft getretenen neuen Verordnungen im Hinblick auf die Umsetzung der Prospektrichtlinie zu potentiellen Problemen führen kann. Diese Verordnungen beinhalten unter anderem eine explizite Bestimmung, die die Londoner Börse ermächtigt, Genehmigungen für Prospekte für das öffentliche Angebot amtlich nicht notierter Wertpapiere zu erteilen, wodurch auf diese Prospekte das Konzept der gegenseitigen Anerkennung in den anderen Mitgliedstaaten anzuwenden wäre. Folge ist, daß die Prospekte jeden britischen Unternehmens, das auf dem EASDAQ-Markt oder auf dem Nouveau Marché Antrag auf Zulassung stellt, von einer konkurrierenden Börse genehmigt werden müßte.

Wenn auch nicht unterstellt werden soll, daß die Londoner Börse ihre Befugnisse mißbrauchen würde, so könnte ihre Position im Verhältnis zu den Unternehmen und Konkurrenten doch Neid erregen. Außerdem setzt sie sich auch verstärkt Angriffen aus, wenn sie es ablehnt, einen Prospekt zu genehmigen. Unabhängig von der Frage, ob dies eine korrekte Auslegung der Vorschriften der Richtlinie ist oder nicht, hofft man, daß es möglich sein wird, schnelle Lösungen zu finden, falls tatsächlich Schwierigkeiten auftreten.

55. Die Bestimmungen der Kapitalertragsteuer sind äußerst komplex und unterscheiden sich wesentlich zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten. Sogar Doppelbesteuerungsabkommen garantieren keine Gleichbehandlung der Anleger. In gewissem Maße hängt dies davon ab, ob die Gewinne für steuerliche Zwecke getrennt behandelt werden oder zusammen mit dem Einkommen zur Berechnung der Steuerschuld eingehen. Weiter hängt es davon ab, ob in dem Staat, in dem die Transaktion stattgefunden hat, vergleichbare Vorschriften gelten wie im Herkunftsstaat des Anlegers. Letzteres ist von besonderer Bedeutung, wenn ein gesamteuropäischer Markt betroffen ist.

Im besten Fall sollten die innerstaatlichen Bestimmungen vorsehen, daß kein Anleger schlechter gestellt wird, gleichgültig, ob er die Aktien in dem Staat verkauft, in dem er seinen Wohn- oder Geschäftssitz hat, oder nicht. Dazu wäre effektiv erforderlich, daß der Herkunftsstaat des Anlegers Steuergutschriften im Hinblick auf die betreffenden Transaktionen zulassen würde und anschließend eine Ausgleichszahlung auf der Grundlage des inländischen Steuergesetzes erheben würde. Das wäre besonders wichtig für Anleger aus Mitgliedstaaten wie Spanien mit degressiven Steuervorschriften, d.h., je länger man Aktien besitzt, desto niedriger werden sie mit Kapitalertragsteuer belastet, bevor man sie verkauft. Solange die Zuständigkeit auf diesem Gebiet bei den Mitgliedstaaten liegt, ist zu empfehlen, diesen Aspekt so bald wie möglich im Hinblick auf die notwendigen Gesetzesänderungen zu überprüfen.

56. Ein weiteres komplexes Thema ist die Frage der Verfahren, nach denen Dividenden besteuert werden. Zentrale Fragen sind die Höhe der Quellensteuer, die in dem Land erhoben wird, in dem das Unternehmen, das die Dividende auszahlt, seinen Sitz hat (nicht vom Land, in dem die Börse tätig ist), und die Frage, ob das Herkunftsland des Aktionärs in bezug auf Dividenden aus extraterritorialen Quellen Steuerbefreiungen oder Steuergutschriften bewilligt.

Kurzfristig gesehen ist dies vermutlich ein kleineres Problem als das der Kapitalertragsteuer, da die Dividenden, die von jungen wachstumsstarken Unternehmen ausgezahlt werden, wahrscheinlich niedrig sind. Das Problem wird jedoch akuter, wenn die Dividenden steigen. Als oberstes Ziel sollte sichergestellt werden, daß Dividenden von einem Unternehmen, das an einer gesamteuropäischen Börse notiert ist, steuerlich nicht weniger günstig für die Anleger sind als Dividenden eines inländischen Unternehmens. Man glaubt, daß dem zur Zeit nicht in allen Gesetzgebungen Rechnung getragen wird.

57. Um zu erreichen, daß Hemmnisse, wie sie oben beschrieben werden, beseitigt werden, muß zumindest sichergestellt werden, daß - wie in Artikel 95 des Vertrages impliziert - ein Anleger aus einem EU-Mitgliedstaat - wenn er in ein Unternehmen seines Landes investiert, das jedoch nur an einer Börse in einem anderen Mitgliedstaat notiert ist, - steuerlich nicht schlechter behandelt wird, als wenn seine Investition auf dem Kapitalmarkt seines Landes erfolgt wäre.

Außerdem hofft man, daß die Mitgliedstaaten - angesichts der Notwendigkeit für einen verbesserten Kapitalzugang für geeignete KMUs - bereit sind, sich in diesem Bereich stärker zu engagieren. Insbesondere indem sie sicherstellen, daß durch entsprechende Änderungen der innerstaatlichen Rechtsvorschriften alle Aktienmarkttransaktionen, die von ihren Bürgern in einem anderen Land der Europäischen Union durchgeführt werden, in jeder, also auch in steuerlicher Hinsicht, die gleiche Behandlung erfahren wie entsprechende rein innerstaatliche Transaktionen. Ebenso hofft man auch, daß jeder Mitgliedstaat alles in seiner Macht stehende tun wird, um zu gewährleisten, daß die Bürger und Unternehmen aus den anderen Mitgliedstaaten, die ähnliche Transaktionen auf seinem Territorium durchführen, im Vergleich dazu nicht diskriminiert werden.

VII. SCHLUßFOLGERUNGEN.

58. Im letzten Jahr konnte man in bezug auf die europäischen Aktienmärkte eine Reihe potentiell bedeutender Entwicklungen beobachten. Es liegt auf der Hand, daß der liberalisierte Rahmen, der durch die gemeinschaftlichen Rechtsvorschriften geschaffen wurde, neue umfangreiche Möglichkeiten für die Unternehmen hinsichtlich der Kapitalaufnahme, wie auch für die Anleger sowie für alle, die auf den Finanzmärkten tätig sind, eröffnet hat.

Im Anlagebereich ist die Informationsgesellschaft schon fast zur Realität geworden, in der der elektronische Aktienhandel bereits die Regel darstellt. Während es unmöglich ist, vorauszusagen, wohin das alles führen wird, ist offensichtlich, daß bestehende Strukturen

nicht zuletzt bedingt durch die Tatsache, daß nationale Grenzen in einem globalen Finanzmarkt immer unbedeutender werden, weiterhin großen Veränderungen unterworfen sein werden. Dies wiederum sollte bei den Unternehmen ein stärkeres Interesse daran wecken, die Vorteile einer Börsenzulassung für den Zugang zu mehr Kapital zu nutzen; ferner sollten die erweiterten Möglichkeiten und verbesserte Informationsverfügbarkeit für Anleger interessant sein. Außerdem wird das Wachstum bei privaten Pensionsrückstellungen die Anlagen erheblich steigern.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt kann niemand völlig sicher sein, daß diese neuen gesamteuropäischen Märkte sich letzten Endes für diejenigen, die in diese Märkte investiert haben, als profitabel erweisen werden. Dennoch ist dies ein kommerzielles Risiko, das Investmentbanker und andere Mitglieder der Finanzgemeinschaft am besten selbst beurteilen sollten. Daß sie bereit sind, eine solche Initiative zu starten, zeigt ihre korrekte Entscheidung der Kommission, den privaten Finanzsektor dazu anzuregen, die Möglichkeiten für eine Schaffung eines gesamteuropäischen Aktienmarktes wachstumsstarker junger Unternehmen zu untersuchen, anstatt selbst die Initiative zu ergreifen.

Daß dies, wie auch andere Entwicklungen auf nationaler Ebene, rein kommerzielle Unternehmungen sind, bedeutet nicht, daß sich die Europäische Kommission und die Mitgliedstaaten vor solchen Entwicklungen verschließen können. Denn das würde bedeuten, das damit verbundene politische Ziel zu vergessen, nämlich langfristigen Kapitalzugang für Europas wachstumsstärkste kleineren Unternehmen zu verbessern, von denen einige in Zukunft zu den industriellen und wirtschaftlichen Topunternehmen gehören werden. Dies trifft insbesondere auf Firmen aus dem Hochtechnologie-Bereich zu. Es handelt sich folglich darum, die Innovationsfinanzierung in Europa zu verbessern. Die Kommission wird hierüber eine breite Debatte einleiten, vor allem im Rahmen des in Kürze erscheinenden Grünbuches über die Innovation.

Während die europäischen Gesetze, wenn sie erst voll in Kraft getreten sind, die Realisierung von Märkten mit grenzüberschreitenden Handelsambitionen technisch gesehen zulassen sollten, gibt es, wie in Kapitel VI dargelegt, noch viele mögliche Schwierigkeiten, insbesondere für Anleger, die drohen, einer praktischen Verwirklichung im Wege stehen. Obwohl es die Pflicht der Europäischen Kommission ist, als Hüterin des EG-Vertrages aufzutreten und daher einen freien Kapitalverkehr zu gewährleisten hat, fallen nach dem Subsidiaritätsprinzip einige der erkannten Probleme eindeutig in den Zuständigkeitsbereich der Mitgliedstaaten.

In Anbetracht dieser Tatsache und der Dringlichkeit der Angelegenheit, erscheint es wünschenswert, die Zusammenarbeit zwischen der Europäischen Kommission und den Mitgliedstaaten zu vertiefen mit dem Ziel, herauszufinden, wie die offensichtlichen Hindernisse am besten abgebaut oder gar beseitigt werden können. Es müssen Entscheidungen getroffen werden, die die unterschiedlichen gesetzlichen und steuerlichen Traditionen in den einzelnen Mitgliedstaaten berücksichtigen, aber es besteht die Hoffnung, daß angesichts der Bedeutung dieser Angelegenheit für die zukünftige Entwicklung der vielversprechendsten Unternehmen in ganz Europa, (wo auch immer sie innerhalb der Union ihren Sitz haben mögen,) die Mitgliedstaaten veranlaßt werden, den erforderlichen Anstoß für Änderungen zu geben.

ANHANG A DER US-AMERIKANISCHE NASDAQ-AKTIENMARKT

Der NASDAQ ist ein bildschirmorientierter Markt mit Kursquotierungen ohne Börsenparkett. Er hat sich zu einem wichtigen Spezialmarkt für die Bedürfnisse von Firmen mit hohen Wachstumsraten entwickelt, die Aktienkapital aufnehmen wollen, um weiter expandieren zu können. Er ist jetzt der Hauptmarkt in den USA für Unternehmen, die durch Erstemissionen Kapital aufnehmen wollen. Von den 200 besten Kleinunternehmen der Rangliste des Magazins "Forbes" waren 154 auf dem NASDAQ-Markt notiert. Das eigentliche System wird mit gemeinnütziger Zielsetzung betrieben zum Vorteil der Mitglieder der National Association of Securities Dealers, und 113 Personen sind direkt mit dem Marktbetrieb beschäftigt. Außerdem sollte man beachten, daß es in den USA eine Reihe von regionalen "außerbörslichen" Wertpapiermärkten gibt, auf denen ungefähr 15.000 Unternehmen notiert sind, deren Aktien dort gehandelt werden.

Die Zahlen für 1994 zeigen, daß der NASDAQ-Markt seit seiner Gründung am 5. Februar 1971 zu einem bedeutenden Faktor im Aktienhandel geworden ist:

Jahresaktienumsatz (Milliarden)	74,4
Durchschnittlicher Tagesaktienumsatz (Millionen)	295,1
Höchster Tagesumsatz (Millionen)	414,0
Dollarumsatz (Milliarden)	\$1449,3
Unternehmen, die NASDAQ-Aktien herausgeben	4902
Aktien auf dem NASDAQ-Markt	5761
Market Maker in NASDAQ-Aktien	501
Durchschnittliche Market Maker pro Aktie	10,9
Kleinauftragsgeschäfte (Aktien in Milliarden)	1,45

Von den Wertpapieren, die Ende 1994 zugelassen waren, waren 3.772 auf dem Nationalen Markt und 1.989 auf dem SmallCap-Wertpapiermarkt notiert. Gemessen an der Zahl der zugelassenen Unternehmen, ist er nun der größte Wertpapiermarkt der Welt, der zweitgrößte, was den Dollarwert der gehandelten Aktien betrifft und der drittgrößte in bezug auf die Anzahl der gehandelten Aktien. Insgesamt wurden im Laufe des Jahres 445 Erstemissionen ausgegeben, wodurch 12,24 Milliarden Dollar aufgenommen wurden. Außerdem gaben 667 Unternehmen, die bereits auf dem NASDAQ-Markt amtlich notiert waren, weitere öffentliche Emissionen aus, durch die insgesamt 21,1 Milliarden Dollar Kapital aufgenommen wurde.

HANDEL: NASDAQ Stufe 1 ist ein on-line System, das sowohl den Einzelanlegern als auch den Kundenbetreuern dient. Der Service bietet Bildschirminformationen über von den Market Makern gebotene Börsenpreise, letzte Verkäufe sowie eine Marktübersicht. Der NASDAQ bietet diesen Dienst nur für den Gebrauch auf vorhandenen Terminals. Es gibt 216.056 verbundene Terminals in den USA und 29.942 Terminals in 52 anderen Ländern. Von denen außerhalb der USA befinden sich 10.324 oder 34,5 % innerhalb der EU und

verteilen sich wie folgt:

Österreich	308
Belgien	190
Dänemark	109
Finnland	29
Frankreich	895
Deutschland	2054
Griechenland	40
Irland	14
Italien	736
Luxemburg	563
Niederlande	585
Spanien	113
Schweden	267
Vereinigtes Königreich	4421

In Kanada und der Schweiz gibt es weitere 16.752 oder 56 %, was zeigt, daß die europäischen Anleger den weitaus größten Teil der Teilnehmer außerhalb Nordamerikas ausmachen. Diese Zahlen können als Indikator für das anteilige Interesse der verschiedenen EU-Mitgliedstaaten am internationalen Aktienhandel gesehen werden.

Die MARKET MAKER: sind durch 128.000 Kilometer Standleitung mit dem Zentralcomputer in Connecticut verbunden. Die durchschnittliche Zahl derer, die mit jeder angebotenen Aktie (10,9) handeln, scheint wegen des Wettbewerbs und der Marktliquidität, die dies mit sich bringt, eine der Stärken des NASDAQ-Marktes zu sein (andere Stärken sind sein Ruf, die guten Preis/Kurs-Verhältnisse, die von den Unternehmen gewährleistet werden, die ihre Aktien amtlich notieren lassen, sowie ein effizientes elektronisches Handelssystem). 1994 gab es 501 Market Maker. Wenn man bedenkt, daß es eine bedeutende Zahl von Firmen gibt, die an der Londoner Börse mit einem Marktwert von 50 Millionen Pfund (60 Millionen ECU) notiert sind, und Schwierigkeiten haben, zwei Market Maker für ihre Aktien zu finden, ist es schon erstaunlich, wie viele NASDAQ-notierte Aktien von sehr vielen Market Makern gehandelt werden:

Unter 3	66
3-5	502
6-10	1404
11-15	990
16-20	417
21-25	189
26 oder mehr	209

Wie zu erwarten, findet man die meisten Market Maker in New York, wo 205 (das sind 41%) der Market Maker, ihren Sitz haben. Danach kommt Kalifornien mit 40 Market

Makern. In weniger dichtbesiedelten US-Staaten wie Idaho und Maine gibt es nur einen ansässigen Market Maker, was wiederum die Vorteile des Bildschirmhandels verdeutlicht, der es möglich macht, die Angebote der Market Maker zu vergleichen, wo auch immer sie ansässig sein mögen. Diese Konzentration auf zwei Finanzzentren scheint auch zu belegen, daß große institutionelle Anleger wie z.B. Pensionsfonds es bevorzugen, mit großen Market Makern, mit denen sie auch in anderen Bereichen zusammenarbeiten, Geschäfte zu machen. Das wäre auch in bezug auf einen europäischen Markt, der aufgebaut würde, von Bedeutung.

Für kleine Unternehmen mit weniger als 1000 Aktien kann zur Kostenreduzierung das Small Order Execution System (Kleinauftragsabwicklungssystem) eingesetzt werden. Es erlaubt die automatische Ausführung eines Kundenauftrags zum besten Preis, der vom System zur Zeit der Auftragsvergabe angezeigt wird. Durch den Einsatz dieses Systems kann eine Transaktion in weniger als einer Minute ausgeführt werden.

ZUSAMMENSETZUNG DES MARKTES nach Unternehmensbranchen:

Industrie	3019
Sonstige Finanzunternehmen	646
Banken	320
Versicherungen	107
Telekommunikation	141
Verkehr	91
Computer	461
Biotechnologie	94
Sonstige	890

Davon können etwa zwanzig Prozent als Unternehmen aus dem High-Tech-Sektor bezeichnet werden. Da kein Unternehmen gezwungen wird, den NASDAQ-Markt zu verlassen, (sei es denn, daß sie dies wollen,) haben einige der notierten Firmen eine beträchtliche Größe. Unter ihnen z.B.: Apple Computer, Dell Computer, Intel, Lotus Development, MCI Communications, McCormick & Co. (Lebensmittel), Microsoft, Pacific Telecom und Sun Microsystems.

ZUGELASSENE EU-UNTERNEHMEN: Ende 1994 waren es angeblich 94 (wovon nur 12 auf dem SmallCap-Markt notiert waren), die folgendermaßen aufgeschlüsselt werden können:

Dänemark	1
Finnland	1
Frankreich	4
Griechenland	1
Irland	9
Luxemburg	4

Niederlande	13
Schweden	8
Vereinigtes Königreich	53

ANLEGER: von den 11,4 Milliarden Aktien, die Ende 1994 in Umlauf waren, wurden 53,7 % von Institutionen gehalten und 46,3 % von sonstigen Anlegern, einschließlich Direktoren. Es ist schwierig, den jeweiligen Anteil der Institutionen nach offenen Investmentfonds, Pensionsfonds und stark spekulierenden Investmentfonds aufzuschlüsseln. Der Pakethandel (über 10.000 Aktien) belief sich auf 42,9 % aller gehandelten Aktien. Transaktionen mit 500 Aktien oder weniger machen 25 % der Gesamtmenge aus.

ZULASSUNGSVORSCHRIFTEN: Um auf dem nationalen NASDAQ-Markt zugelassen zu werden, müssen die Firmen:

- ihre Emissionen bei der Börsenaufsichtsbehörde eintragen lassen;
- mindestens zwei unabhängige (nicht an der Geschäftsführung beteiligte) Direktoren in ihrem Board of Directors haben;
- einen Prüfungsausschuß, der mehrheitlich von unabhängigen Direktoren gestellt wird, unterhalten;
- den Aktionären Jahresberichte vorlegen und ihnen vierteljährliche und sonstige Berichte zur Verfügung stellen;
- alle Geschäftsbeziehungen im Hinblick auf mögliche Interessenkonflikte überprüfen;
- eine jährliche Aktionärsversammlung abhalten und die NASD davon in Kenntnis setzen;
- in ihrer Satzung festlegen, daß eine beschlußfähige Anzahl von Aktionären mindestens 33,3 % der in Umlauf befindlichen Stammaktien innehaben sollte;
- zur Anmeldung von Stimmrechtsvollmachten auffordern und für alle Aktionärsversammlungen Vollmachtsformulare vorlegen sowie die Stimmrechtsanmeldung bei der NASD einreichen;
- die Zustimmung der Aktionäre zu bestimmten Transaktionen und eventuellen Erhöhungen der Anzahl von Stammaktien einholen;
- von allen Aktionen Abstand nehmen, die die Stimmrechte pro Stammaktie untergraben sowie von jeglichen Aktionen, die diese Rechte aufheben, einschränken oder vermindern;

- einen Vertrag zur NASDAQ-Börsenzulassung unterzeichnen.

Ausländische Aktienemittenten können von der Erfüllung einer oder mehrerer dieser Bedingungen befreit werden, wenn diese gegen das Gesetz oder die in ihrem Lande üblichen Geschäftspraktiken verstoßen sollten.

Kleinere Unternehmen können statt auf dem Nationalen Markt auf dem SmallCap-Wertpapiermarkt notiert werden. Die Mengenvorgaben variieren je nach Unternehmenstyp, aber für die Stammaktien eines normalen inländischen Unternehmens bestehen folgende Anfangsvoraussetzungen:

Bilanzsumme	4 Millionen
	\$
Kapital und Überschuß	2 Millionen
	\$
Zahl der öffentlich angebotenen Aktien	100.000
Börsenwert der Emissionen	1 Million \$
Mindestzahl an Market Makern	2
Aktienkurs	3 \$
Aktionäre	300

Um eine Zulassung zu erhalten, müssen die folgenden Bedingungen erfüllt werden:

Bilanzsumme	2Millionen \$
Kapital und Überschuß	1 Million \$
Börsenwert der Emissionen	200.000 \$
Aktienkurs	1 \$

Die Zahlen für die anderen Anfangsvoraussetzungen bleiben unverändert. Eine Aktiennotierung bleibt auch bestehen, wenn der Börsenwert für die Aktien unter 1 Dollar fällt, vorausgesetzt die öffentlich erhältlichen Aktien haben einen Börsenwert von 1 Million Dollar und Kapital und Überschuß belaufen sich auf 2 Millionen Dollar.

LAUFENDE OFFENLEGUNGSPFLICHTEN: Der Markt hat Schutzmechanismen gegen Betrug entwickelt, die denen der New Yorker Börse entsprechen. Einige der laufenden Offenlegungspflichten, die den auf dem NASDAQ-Markt zugelassenen Unternehmen auferlegt werden, sind sogar noch unangenehmer. Die Geschäftsergebnisse müssen auf jeden Fall vierteljährlich offengelegt werden.

MARKTREGULIERUNG: Im Laufe der letzten beiden Jahre wurden Vorwürfe laut, daß der NASDAQ-Markt unzureichend reguliert worden ist, was dazu geführt habe, daß Market Maker zu Unrecht auf Kosten der Investoren profitiert haben. Folglich wurde das NASD Select Committee on Structure and Governance unter dem Vorsitz des ehemaligen Senators Warren B. Rudman gegründet, um diesen Kritiken nachzugehen und entsprechende

Empfehlungen zu machen.

Dieses Komitee behauptete in seinem im September 1995 veröffentlichten Bericht folgendes:

"Auf Grundlage seines Berichtes stellt das Select Committee fest, daß die NASD ihre selbstregulierende Verantwortung wahrgenommen hat, natürlich nicht mit Perfektion oder ohne Schwierigkeiten, aber auf professionelle und vernünftige Weise." Es fährt fort indem es sagt, daß "es nicht die Behauptung derjenigen unterstützt, die versichern, die NASD sei von und zum Nutzen von NASDAQ Market Makers kontrolliert. Es unterstützt auch nicht diejenigen die behaupten, daß die NASD allein kommerziellen Interessen bestimmter Teile der NASD - Mitglieder dienende Aktionen in einen Mantel der Gesetzgebung hüllt. Das Select Committee findet aber, daß die Regulierungsstruktur der NASD nicht mit dem deutlichen Anwachsen und der ständigen Entwicklung des NASDAQ Marktes und der damit einhergehenden Ausdehnung der regulierenden Verantwortung der NASD Schritt gehalten hat."

Als Ergebnis werden verschiedene Empfehlungen gemacht - die die NASD wohl zu akzeptieren gewillt ist - im Hinblick auf eine klare Trennung von der Aufgabe, die Marktoperationen durchzuführen und den Markt zu regulieren, zusammen mit einer größeren externen Vertretung der leitenden Instanzen der NASD.

ANHANG B DER POTENTIELLE MARKT FÜR BÖRSENGÄNGE IN EUROPA

1. Eine kürzlich für das dänische Industrieministerium durchgeführte Erhebung zeigte, daß etwa 270 kleine und mittlere dänische Unternehmen an einer amtlichen Notierung ihrer Anteile interessiert wären, wenn ein innerstaatlicher Spezialmarkt für Wachstumsunternehmen eingerichtet würde. Von diesen 270 wären achtzig an einer Zulassung auf einem gesamteuropäischen Markt interessiert.

2. Um Erkenntnisse über die Existenzfähigkeit eines gesamteuropäischen Aktienmarktes für kleinere Unternehmen zu erhalten, startete die Europäische Kommission im Rahmen des SPRINT-Programms eine Untersuchung, die die Anzahl der Unternehmen, die ihre Anteile auf einem solchen Markt auflegen würden, ermitteln sollte. Der Bericht wurde im Dezember 1994 vorgelegt.

Vier Länder: Spanien, die Niederlande, Frankreich und das Vereinigte Königreich wurden ausgewählt, um eine Mischung aus Ländern zu bilden, die sowohl über etablierte als auch im Aufbau befindliche Haupt- und Sekundärkapitalmärkte verfügen. Eine repräsentative Auswahl von Venture-Capital-Gesellschaften und Investitionsbanken eines jeden dieser Mitgliedstaaten mit direkten Beziehungen zu Firmen, die über das Potential verfügen, ihre Anteile während der nächsten drei Jahre aufzulegen, wurde angesprochen. Genauer ausgedrückt, sie wurden um Einzelheiten über Unternehmen mit dem richtigen Profil für eine amtliche Notierung auf dem EASDAQ-Markt gebeten.

Von den 92 befragten Finanzmittlern haben 48 geantwortet. Sie meldeten insgesamt 475 Unternehmen, die das Potential haben, an die Börse zu gehen. Unter ihnen 230 mit geeignetem Profil für den EASDAQ-Markt. Von diesen Unternehmen hatten 92 ihren Sitz in Frankreich, 15 in den Niederlanden, 28 in Spanien, 82 im Vereinigten Königreich und 13 in sonstigen Ländern.

Ein Drittel der potentiellen Börsenkandidaten kam aus dem High-Tech-Bereich (z.B. Elektronik, Biotechnologie und Kommunikation). Die übrigen waren über eine Reihe von Sektoren, vom Einzelhandel bis zur industriellen Produktion und Dienstleistungen, verteilt. Der Anteil der High-Tech-Unternehmen variierte zwischen den einzelnen Ländern - mit 50 % im Vereinigten Königreich und den Niederlanden, 11 % in Spanien und 29 % in Frankreich - sehr stark.

Fünzig der Unternehmen erwarteten eine Marktkapitalisierung von über 50 Mio. Pfund. Die Mehrheit dieser größeren Unternehmen wurde in der französischen Erhebung ermittelt. Dagegen erwarteten 54 % der Unternehmen weniger als 15 Mio. Pfund Kapital durch den Gang an die Börse aufzunehmen. Bei zwei Dritteln der befragten Kandidaten ging man davon aus, daß sie bis Ende 1996 zur Notierung bereit wären, was jedoch in Anbetracht der erforderlichen Vorbereitungsarbeiten als sehr optimistisch gesehen werden muß.

Die 230 angegebenen Börsenkandidaten ließen sich im großen und ganzen in zwei Kategorien einteilen:

- Unternehmen, die zur Zeit nicht zu innerstaatlichen Aktienmärkten zugelassen würden;
- Unternehmen, die sowohl Kandidaten für die bestehenden innerstaatlichen Wertpapier-börsen als auch für die EASDAQ-Börse sind.

Ein gesamteuropäischer Markt wäre natürlich nur dann für die zweite Kategorie attraktiv, wenn er entweder ein internationales Profil oder die Möglichkeit bieten würde, Anteile zu einem hohen Kurs/Gewinn-Verhältnis zu veräußern oder beides.

Obwohl aus Frankreich mit 41 % die wenigsten Antworten eingingen, zeigten die Investitionsbanken, die geantwortet haben, die positivste Einschätzung der Chancen für einen gesamteuropäischen Markt. Sie sind der Meinung, er würde neu gegründeten und wachstumsstarken Unternehmen, unabhängig von Größe oder Branche, zugute kommen. Es ist unwahrscheinlich, daß diese Einschätzung, nachdem die Gründung des französischen "Neuen Marktes" angekündigt worden war, erheblich anders ausgefallen wären, zumal die meisten, als sie auf die Umfrage antworteten, über den kommenden neuen Markt informiert gewesen sein dürften.

Die Antworten aus Spanien zeigten ein großes Interesse an der Schaffung eines gesamteuropäischen Marktes von seiten der Venture-Capital-Gesellschaften. Dagegen erhielt man keine Antworten von den Investitionsbanken. Dies läßt sich wohl hauptsächlich auf drei Gründe zurückführen: den Unwillen, vertrauliche Informationen preiszugeben; die mangelnde Kenntnis über das EASDAQ-Konzept; und das relativ geringe Portefeuille geeigneter Unternehmen.

Während das Konzept einer gesamteuropäischen Wertpapierbörse in den Niederlanden zwar vorsichtig begrüßt wurde, und auch der theoretische Bedarf klar erkannt wurde, waren viele Finanzmittler im Hinblick auf die Auswirkung unsicher, die eine solche Börse auf ihre Geschäfte haben würde. Ein Problem sahen sie in der sehr begrenzten Zahl an niederländischen Unternehmen, die für internationale Anleger wahrscheinlich interessant wären.

Das Vereinigte Königreich wies mit 77 % die höchste Antwortrate auf. Eine Reihe von Finanzmittlern - aber keineswegs alle - gab an, daß die Mehrheit der kleineren britischen Unternehmen sehr national ausgerichtet seien und deshalb unproblematisch von der Londoner Börse bedient werden könnten. Die Unternehmen mit stärkerer europäischer Ausrichtung könnten sehr wohl am EASDAQ-Markt interessiert sein, so wie die Unternehmen mit starker Präsenz in den USA bisher am NASDAQ-Markt interessiert sind. Sogar in den eher negativen Antworten wurde angedeutet, daß man nicht gegen das Konzept einer gesamteuropäischen Börse sei, sondern nur vorsichtig. Allerdings erhielt man auch eine Reihe äußerst positiver Antworten.

SCHLUSSFOLGERUNGEN:

Die Ergebnisse einer solchen Teilerhebung müssen mit Vorsicht behandelt werden, aber man konnte sowohl eine starke Unterstützung des Konzepts einer gesamteuropäischen Börse als auch eine ausreichend große Anzahl von Unternehmen, die dort ihre Anteile auflegen könnten, ausmachen. Dennoch wurden nur wenige Unternehmen ohne jeden Vorbehalt als Kandidaten genannt. Um für die Unternehmen attraktiv zu werden, müßte jeder gesamteuropäische Markt: eine Zulassung zu vernünftigen Preisen ermöglichen, das Interesse der Anleger wecken, so liquide sein wie der beste innerstaatliche Markt, ein hohes Maß an Beratung und Forschung anbieten und die Bedürfnisse der Kleinunternehmen, die nicht von bestehenden innerstaatlichen Märkten bedient werden, erfüllen.

ANHANG C
INTERESSE DER ANLEGER AN EINEM GESAMTEUROPÄISCHEN
AKTIENMARKT FÜR WACHSTUMSUNTERNEHMEN

1. Um zu ermitteln, welches Interesse bei den Anlegern am EASDAQ-Markt besteht, wurde eine unabhängige Erhebung durchgeführt²⁰, deren Ergebnisse im Juni 1995 veröffentlicht wurden.

Insgesamt wurden 292 Fragebögen an ausgewählte Anleger in Frankreich, den Niederlanden, Spanien, dem Vereinigten Königreich, Deutschland und Italien verschickt. In ihnen wurde nach Einzelheiten zu institutionellen oder Privatkundenfonds, die angelegt oder verwaltet werden, gefragt und nach einer Schätzung des Prozentsatzes an Fonds, die am EASDAQ-Markt interessiert wären. Nach Möglichkeit wurden Anleger, die sich hauptsächlich auf kleine oder europäische Unternehmen konzentrieren, aber auch eine Reihe allgemeiner Fonds einbezogen. 99 Antworten gingen ein, und anschließend wurden Telefoninterviews durchgeführt.

Von den gesamten Fonds mit einer Summe von 231 Milliarden Pfund, die von den Befragten verwaltet werden, waren durchschnittlich 19 % in Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von unter 100 Mio. Pfund angelegt. Aus den 99 beantworteten Fragebögen ging hervor, daß 38 der Befragten wahrscheinlich nicht in EASDAQ-Aktien investieren wollen, entweder weil sie keine Möglichkeit zu grenzüberschreitenden Transaktionen haben oder nicht in kleinere Unternehmen investieren wollen. Die restlichen 61 deuteten das Vorhaben an, durchschnittlich 3,3 % ihrer Fonds in EASDAQ-Aktien anzulegen.

Letztere interessierte das EASDAQ-Konzept aufgrund seiner gesamteuropäischen und stark geregelten Ausprägung. Viele sagten, daß die angegebenen Investitionsniveaus zu vorsichtig sind. Wenn ein vertrauenswürdiger Markt entstehen sollte, was zu diesem Zeitpunkt nicht beurteilt werden kann, so könnten die Niveaus deutlich höher liegen. Außerdem ist es nach diesem Bericht wahrscheinlich, daß weitere spezielle europäische Fonds für Kleinunternehmen in den USA sowie in Europa geschaffen würden, um von dieser neuen Chance zu profitieren.

Investitionen durch Einzelanleger werden zumindest anfangs wahrscheinlich niedrig sein. Die meisten Anleger werden sich mittels Investitionsfonds mit auswechselbarem Portefeuille beteiligen.

2. Eine Untersuchung mit dem Titel "Beseitigung von Hemmnissen für einen integrierten europäischen Sekundärkapitalmarkt", die für das European Capital Markets Institute (bei dem die Kommission jetzt Mitglied ist) durchgeführt wurde, wird Ende 1995 veröffentlicht werden. Angeblich zeigt sie bereits eine schnelle Entwicklung hinsichtlich der Anzahl und Größe der Offenen Investmentfonds und SICAV-Fonds in Europa auf sowie ein rapides

²⁰ durch Coopers & Lybrand

Wachstum grenzüberschreitender institutioneller Investitionen.

SCHLUSSFOLGERUNGEN:

Obwohl offensichtlich beträchtliches Interesse an einem gesamteuropäischen Aktienmarkt von seiten der europäischen institutionellen Anleger und Fondsleiter besteht, ist der aktuelle Wissensstand in bezug auf den EASDAQ-Markt sehr niedrig, worauf sich auch die geringe Zahl von Antworten auf diese Erhebung zurückführen läßt. Damit dieser und ähnliche Märkte erfolgreich sein können, ist ein erheblicher Aufwand an Werbemaßnahmen erforderlich, sobald die Strukturen und Regeln des Marktes endgültig festgelegt sind.

22.03.96**Beschluß
des Bundesrates**

Mitteilung der Kommission der Europäischen Gemeinschaften über die Möglichkeiten der Schaffung einer bildschirmgestützten europäischen Börse für wachstumsstarke junge Unternehmen

KOM(95) 498 endg.; Ratsdok. 11081/95

Der Bundesrat hat in seiner 695. Sitzung am 22. März 1996 gemäß §§ 3 und 5 EUZBLG die folgende Stellungnahme beschlossen:

Der Bundesrat begrüßt grundsätzlich alle Bestrebungen, den Zugang kleiner und mittlerer wachstumsstarker Unternehmen zu langfristigem Eigenkapital zu erleichtern und dazu einen liquiden Markt aufzubauen. Er ist sich bewußt, daß eine unzureichende Ausstattung mit Eigenkapital ein Investitionshemmnis darstellt, was sich - worauf die Kommission zu Recht hinweist - negativ auf die Entwicklung von neuen Technologien und die Schaffung von Arbeitsplätzen auswirken kann. Die Errichtung einer europaweit tätigen Börse nach dem Modell der NASDAQ in den USA vornehmlich für grenzüberschreitend tätige Unternehmen kann ein wertvoller Beitrag sein, Wachstum zu finanzieren.

Der Bundesrat gibt jedoch zu bedenken, daß - im Unterschied zur NASDAQ - einheitliche Rahmenbedingungen für einen europäischen Aktienhandel fehlen. Der Bericht der Kommission weist selbst auf eine Reihe von Hemmnissen hin (s. Nr. 49 ff.). Deshalb stehen derzeit nationale Initiativen, wie sie mit dem "Nouveau Marché" in Frankreich, dem "Alternative Investment Market" in Großbritannien und den Bemühungen um die Errichtung eines "Wachstumsmarktes" für innovative Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland zum Ausdruck kommen, im Vordergrund. Entgegen dem Bericht (s. Nr. 13) soll ein deutscher Wachstumsmarkt bereits Anfang 1997 verwirklicht sein.

Vor diesem Hintergrund bittet der Bundesrat die Bundesregierung, auf die Kommission einzuwirken, daß

1. aus Wettbewerbsgründen einzelne Börsenprojekte für kleine und mittlere wachstumsstarke Unternehmen nicht von der Europäischen Union finanziell unterstützt werden und
2. sie ihre Anstrengungen darauf konzentriert, geeignete Rahmenbedingungen für einen europäischen Aktienhandel zu schaffen.