Bundesrat **Drucksache 887/02**
02.12.02

EU - Fz - In - R - Wi

Unterrichtung
durch die Bundesregierung

Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte und zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates

KOM(2002) 625 endg.; Ratsdok. 14796/02

Vertrieb: Bundesanzeiger Verlagsgesellschaft mbH, Postfach 1320, 53003 Bonn
Telefon: 0228/3820840, Telefax: 0228/3820844
ISSN 0720-2946

Übermittelt vom Bundesministerium der Finanzen am 2. Dezember 2002 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 22. November 2002 dem Generalsekretär/Hohen Vertreter des Rates der Europäischen Union übermittelt worden.

Der Wirtschafts- und Sozialausschuss und die Europäische Zentralbank werden an den Beratungen beteiligt.

Hinweis: vgl. Drucksache 47/89 = AE-Nr. 890103,
Drucksache 454/90 = AE-Nr. 901495,
AE-Nr. 980081 und AE-Nr. 003582.

INHALTSVERZEICHNIS

Vorschlag für eine Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte 2

Abschnitt I. Hintergrund des Vorschlags 2

I.1 Zweck der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie 2

I.2 Rascher Wandel in der europäischen Finanzlandschaft 2

I.3. Weshalb eine neue Richtlinie? 5

I.4. Allgemeine Zielsetzung der Richtlinienänderung 8

Abschnitt II. Effiziente, transparente und integrierte Infrastruktur für den Finanzhandel 8

II.1 Wettbewerb und Fragmentierung 8

II.2. Leitlinien für die Regulierung der Auftragsausführung 13

II.3. Hochrangige Prinzipien für geregelte Märkte (Titel III) 17

II.4. Neue Hauptdienstleistung für "Multilaterale Handelssysteme" (*"Multilateral Trading Facilities"/(MTF)* 19

II.5. Auftragsausführung durch Wertpapierhäuser 21

II.6. Schlussfolgerungen zur Regulierung der Auftragsausführung 25

Abschnitt III. Anlegerschutz und Vorschriften für Wertpapierhäuser (titel ii) 26

III.1. Angemessene Kapitalausstattung (Artikel 11 & 17) 27

III.2. Interessenkonflikte (Artikel 16) 28

III.3. Wohlverhaltensregeln für die Erbringung von Dienstleistungen für Kunden (Artikel 18) 29

III.4 Bestmögliche Ausführung (Artikel 19) 30

III.5. Vorschriften für die Bearbeitung von Kundenaufträgen (Artikel 20) 31

III.6. Geschäfte mit in Frage kommenden Gegenparteien (Artikel 22) 32

III.7. Schlussfolgerungen zu den Vorschriften für Wertpapierhäuser 32

Abschnitt IV: Geltungsbereich der Richtlinie 33

IV.1 Anlageberatung (Anhang I, Abschnitt A) 33

IV.2. Finanzanalyse (Anhang I, Abschnitt B) 34

IV.3. Warenderivate (Anhang I, Abschnitt C) 34

Abschnitt V: Weitere wichtige Besonderheiten des Vorschlags 36

V.1. Clearing und Abrechnung 36

V.2. Zuständige Behörden und Zusammenarbeit zwischen den Behörden der Mitgliedstaaten (Titel IV) 37

V.3. Verwendung von Ausschussverfahren (Komitologie) zur Umsetzung der Bestimmungen 37 37

BEGRÜNDUNG

VORSCHLAG FÜR EINE RICHTLINIE ÜBER WERTPAPIERDIENSTLEISTUNGEN UND GEREGELTE MÄRKTE

ABSCHNITT I. HINTERGRUND DES VORSCHLAGS

I.1 Zweck der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie

Die 1993 erlassene Wertpapierdienstleistungsrichtlinie legt fest, unter welchen Bedingungen zugelassene Wertpapierhäuser und Banken bestimmte Dienstleistungen auch in anderen Mitgliedstaaten anbieten können. Voraussetzung hierfür ist eine entsprechende Zulassung und Überwachung im Herkunftsmitgliedstaat. Dienstleistungen, die nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie mittels des „Europäischen Passes" (einmalige Zulassung) zugelassen werden können, umfassen Maklergeschäfte, Handel, individuelle Portfolioverwaltung, Entgegennahme und Übermittlung von Anlegeraufträgen sowie Emissions– und Platzierungstätigkeiten. Auch wurde in der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie das Recht eines jeden zugelassenen Wertpapierhauses auf einen Direkt- bzw. Fernzugang zwecks Teilnahme am Handel auf den Börsen/geregelten Märkten in anderen Mitgliedstaaten festgeschrieben. Zur wirksamen Wahrnehmung dieses Rechts führte die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie Bestimmungen ein, anhand deren einige Merkmale gegenseitig anerkannter Börsen definiert wurden und die einige Bedingungen für den Betrieb derartiger Märkte festlegten.[i] Bei der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie handelt es sich also um das Rechtsinstrument, mit dem die Vertragsfreiheiten im Bereich der Wertpapierdienstleistungen und des organisierten Handels mit Finanzinstrumenten in die Praxis umgesetzt werden. (Ein detaillierter Überblick über die Richtlinie 93/22/EWG des Rates wird in Anhang I gegeben).

I.2 Rascher Wandel in der europäischen Finanzlandschaft

Die Finanzierung über den Markt spielt bei der Finanzierung großer und mittlerer europäischer Unternehmen und bei der Allokation europäischer Ersparnisse eine immer wichtigere Rolle. Ordnungsgemäß funktionierende, transparente und wirksam regulierte Finanzmärkte können ein wichtiger Antrieb für die Schaffung von Wohlstand sein.[ii] In Europa haben sich die Unternehmensschuldner in letzter Zeit immer mehr den Finanzmärkten zugewandt, die eine alternative Finanzierungsquelle im Vergleich zur Bankfinanzierung darstellen: Die Zahl und der Wert der Neuemissionen schnellte in den späten 90iger Jahren stark in die Höhe, als die Unternehmen Zugang zu kostengünstigen, nicht vermittelten Finanzierungen für ihr ehrgeizigen Anlageprojekte suchten. Das wachsende Angebot stieß auf eine bereits vorhandene große Nachfrage, da sich die Investoren den marktbasierten Anlagen als ein Mittel zur Untermauerung risikobereinigter Renditen auf Ersparnisse und für Rückstellungen für die Altersvorsorge zuwandten.

Die jüngsten Rückschläge auf den Aktienmärkten schwächen die Argumente für eine marktbasierte Finanzierung nicht. Vielmehr heben sie die Bedeutung eines soliden Rechts- und Regulierungsrahmens hervor, sollen das Vertrauen der Anleger und die Liquidität der Märkte ausgebaut und letztere in ihrem Wachstum gefördert werden. Finanzmärkte überdauern periodische Schwankungen und zyklische Korrekturen ebenso wie schlechte Leistungen einzelner Aktien. Was dagegen eine zerstörerische Wirkung auf sie hat, ist die Erosion des Anlegervertrauens, das entsteht, wenn die Märkte nicht ordnungsgemäß

funktionieren, undurchsichtig und für Marktmissbrauch anfällig sind oder wenn die Intermediäre ihren treuhänderischen Verpflichtungen gegenüber dem Endanleger nicht nachkommen.[iii] Dieser Vorschlag ist Teil eines kohärenten Programms legislativer Maßnahmen, das die Schaffung integrierter und effizienter europäischer Kapitalmärkte erleichtern und angemessene Kontrollmechanismen einführen soll, um Marktexzesse zu vermeiden und die Anleger zu schützen.

Die Integration der europäischen Aktien- und Anleihemärkte birgt die Aussicht auf eine bedeutende Senkung der Handelskosten sowie der Kosten für Aktien-/Anleihefinanzierungen. Neusten Untersuchungen zufolge sind allein durch die Schaffung integrierter, tiefer und liquider Aktien- und Anleihemärkte bereits beachtliche statische Effizienzvorteile zu erwarten – ein anhaltender Rückgang der Aktienkapitalkosten um 0,5 %, was wiederum zu einer erhöhten Anlagetätigkeit, einer Verbesserung der Beschäftigungssituation (0,5 %) und einer Steigerung des BIP (1,1 %) führt.[iv] Der Nutzen effizienter Kapitalmärkte wird durch die Zusammenlegung von Liquidität erhöht werden und dadurch, dass das Wechselspiel von Angebot und Nachfrage bei den Finanzinstrumenten europaweit wirken kann. Dies wird die Tiefe der Handelsinteressen maximieren, die aktienspezifische Volatilität reduzieren und negative Kursauswirkungen auf große Abschlüsse begrenzen. Die Zusammenlegung erstklassiger Liquidität und das Ende geografischer Diversifikationsstrategien, können Kapital für Neuemissionsmärkte und Risikokapital freisetzen. Die Einführung des Euro hat bereits den Weg für eine vollständige Integration unbesicherter Geldmärkte geebnet und die Integration von Staats- und Finanzschuldenmärkten stark gefördert. Die Marktteilnehmer versuchen nun, dieselben Handels- und Portfolioverwaltungsstrategien auf das Aktiengeschäft und andere Märkte für Vermögenswerte auszuweiten. All diese Faktoren erklären die jüngste Entwicklung eines starken Trends zu grenzübergreifendem Handel mit Finanzinstrumenten: In den letzten fünf Jahren sind die grenzübergreifenden Aktiengeschäfte jährlich um 20 bis 25 % gestiegen.

Im Hinblick auf die positiven Auswirkungen, die eine wettbewerbsfähige und flexible marktgestützte Finanzierung auf das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigungssituation haben kann, wurde die Integration der europäischen Finanzmärkte bei den Tagungen des Europäischen Rates in Lissabon und Stockholm zu einem der zentralen Themen der europäischen Wirtschaftsreform erklärt. Um die Vorteile der marktgestützten Finanzierung besser nutzen zu können, sind die Hemmnisse für Wertpapiergeschäfte aus dem Weg zu räumen und ein umfassendes Maßnahmenpaket zur Angleichung der nationalen Vorschriften auf allen Ebenen des Wertpapierhandelszyklus notwendig: von der Offenlegungspflicht bei der Emission über gemeinsame Leitlinien für den Handel und die Verhaltensweisen der Marktteilnehmer bis zum Abschluss und der Meldung abgeschlossener Geschäfte. Die Kommission hat eine Reihe von Vorschlägen für EU-Rechtsvorschriften vorgelegt, die sich auf den Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (FSAP) stützen und die die Grundlagen für einen kohärenten Regulierungsrahmen für integrierte Finanzmärkte legen sollen. Dieses ehrgeizige Rechtsetzungsprogramm nimmt eine Schlüsselstellung bei der Erreichung einer bedeutenden und anhaltend positiven Entwicklung des Beschäftigungs- und Wertschöpfungspotenzials in Europa ein. Eine neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ist ein wichtiger Bestandteil dieses Programms.

Kasten: Richtlinie über Wertpapierhäuser und geregelte Märkte

Die geänderte Wertpapierdienstleistungsrichtlinie soll die Integration der Sekundärmärkte für Finanzinstrumente erleichtern, indem sie für Geschäfte, die mit oder im Namen von Kunden oder aber auf eigene Rechnung getätigt werden, harmonisierte Vorschriften festlegt und die transparente Funktionsweise organisierter Handelssysteme fördert. Diese Maßnahmen sind eine notwendige

Voraussetzung, sicherlich aber nicht ausreichend, um eine effiziente, grenzübergreifende Interaktion aller potenziellen Kauf- und Verkaufsinteressen für ein bestimmtes Instrument zu gewährleisten. Im FSAP sind mehrere Bereiche aufgeführt, für die eine Lösung auf EU-Ebene gefunden werden muss, wenn ein Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen geschaffen werden soll.

Regeln zur Harmonisierung von Inhalt und Form der Offenlegung der einschlägigen Daten durch die Emittenten: Eine der zentralen Aufgaben der Finanzmärkte ist, alle verfügbaren Informationen zu einem Finanzinstrument in seiner Kursnotierung wiederzugeben. Die Vorschriften über die vom Emittenten bei der Erstausgabe (Prospekt) und danach laufend offen zu legenden Informationen sind notwendig, damit alle europäischen Anleger und Händler den Wert einer zu tätigenden Investition auf der Grundlage fundierter Informationen beurteilen können (es muss sichergestellt werden, dass nur Vergleichbares verglichen wird). Zu diesem Zweck wurde im FSAP ein umfassendes Aktionsprogramm zu den Informationen über Finanzinstrumente initiiert. Das Aktionsprogramm umfasst einen Vorschlag für eine Richtlinie zu Börsenprospekten, die neusten Arbeiten zu den regelmäßig zu veröffentlichenden Informationen (und zur sofortigen Offenlegung kursrelevanter Informationen) sowie die (auf politischer Ebene vereinbarte) Verordnung zur Anwendung Internationaler Rechnungslegungsgrundsätze. Ein modernisiertes System für die Offenlegung der Emissionsinformationen ist auch im Sinne der Zielsetzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie wichtig, die dafür sorgen soll, dass die geregelten Märkte bei der Liquiditätsbeschaffung miteinander konkurrieren, indem die Wertpapiere der Partnerländer ohne die Auferlegung zusätzlicher Offenlegungspflichten für den Handel zugelassen werden.

Schutz der Marktintegrität, Schutz vor Marktmissbrauch: In einem integrierten Finanzmarkt kann ein Anleger in einem Mitgliedstaat mit Wertpapieren handeln, die in einem zweiten Mitgliedstaat über die Marktsysteme eines dritten Mitgliedstaats emittiert wurden, und dies mit einer Gegenpartei eines vierten Mitgliedstaates. Angesichts dieser Möglichkeiten ist ein sicheres und wirksames EU-System zur Erkennung und Ahndung von Marktmissbrauch unerlässlich. Aufsichtsbehörden, Marktbetreiber und Marktteilnehmer müssen sorgfältig und umsichtig vorgehen und effektiv zusammenarbeiten, um zu verhindern, dass rechtssystemübergreifender Missbrauch das Vertrauen der Anleger beeinträchtigt. In der Marktmissbrauchsrichtlinie (die jetzt kurz vor der Annahme steht) sind rechtswidrige Verhaltensweisen genau definiert und strenge Vorschriften für die Verfolgung und Ahndung missbräuchlicher Praktiken in der gesamten EU festgelegt.

Öffnung der Freiheiten des Binnenmarktes für Organismen für gemeinsame Anlagen: Die Organismen für gemeinsame Anlagen haben sich zu einem starken Motor für die Verwaltung und Vermittlung privater Ersparnisse entwickelt. Die Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) weisen zurzeit eine Kapitalisierung von 3 bis 4 Mrd. Euro auf. Mit den jüngst angenommenen OGAW-Richtlinien wird der Binnenmarktrahmen für Investmentfonds gefestigt werden, indem die Palette der gemeinsamen Sparformen, deren Produkte EU-weit verteilt werden können, ausgeweitet wird, und es wird eine Basis für die gegenseitige Anerkennung der Qualifikationen von Fonds-Managern gelegt.

Förderung eines effizienten und wettbewerbsfähigen Clearing- und Abrechnungssystems für den grenzübergreifenden Wertpapierhandel: Die Hemmnisse für den Abschluss grenzübergreifender Wertpapiergeschäfte werden deutlicher. Ein hoher Verknüpfungsgrad der verschiedenen Stufen des Clearing- und Abrechnungsprozesses ist unerlässlich, damit Anleger, die auf dem Markt eines anderen Mitgliedstaats Geschäfte tätigen wollen, ihr Eigentumsrecht an den Wertpapieren in ihrem Wohnsitzstaat wahrnehmen können, ohne dass ihnen dadurch ungerechtfertigte Kosten oder Verzögerungen entstehen oder sie Gefahr laufen, dass der Abschluss fehlschlägt. Die Einsicht in die Vielzahl der rechtlichen, steuerrechtlichen und regulatorischen Hemmnisse eines effizienten Clearing- und Abrechnungssystems für grenzübergreifende Abschlüsse wächst. Einige Teilnehmer der Debatte vertraten die Ansicht, dass die unterschiedlichen organisatorischen und Eigentumsstrukturen dieser Tätigkeiten auch strategische Hemmnisse für ein wettbewerbsfähiges Clearing und Abrechnungssystem darstellen könnten. Die Kommission hat unlängst eine Mitteilung veröffentlicht (KOM(2002) 257), in der bestimmte strategische Orientierungen beleuchtet und die beteiligten Akteure aufgefordert werden, mögliche politische Maßnahmen auf EU-Ebene aufzuzeigen.

I.3. Weshalb eine neue Richtlinie?

Die derzeitige Richtlinie bietet keinen wirksamen Rahmen für den grenzübergreifenden Wertpapierhandel in der Union. Sie enthält keine klaren Regeln, auf deren Grundlage Handelsinfrastrukturen (Börsen und andere Marktplätze) in Wettbewerb treten und Daten konsolidieren können. Sie hat insbesondere folgende Schwachstellen:

(1) Die bisherige Wertpapierdienstleistungsrichtlinie beinhaltet keine ausreichend harmonisierten Regeln für eine gegenseitige Anerkennung der Zulassungen für Wertpapierhäuser. Dementsprechend wurde der Erfolg des "Europäischen Passes" für Wertpapierdienstleistungen durch die zwei- bzw. mehrseitige Überwachung der grenzübergreifenden Geschäfte entscheidend gebremst.

(2) Die bisherige Wertpapierdienstleistungsrichtlinie enthält veraltete Regeln für den Anlegerschutz: die entsprechenden Schutzbestimmungen müssen aktualisiert werden und insbesondere auf die neuen Geschäftsmodelle und Marktpraktiken und deren Risiken eingehen. Außerdem müssen die Regeln für den Anlegerschutz dahin gehend überarbeitet werden, dass die für Anleger arbeitenden Wertpapierhäuser gezwungen werden, neue Handelsmöglichkeiten zu nutzen, um stets das für den Kunden günstigste Geschäft abzuschließen. So kann sichergestellt werden, dass der Wettbewerb zwischen unterschiedlichen Auftragsausführungsstrukturen jeweils zum Vorteil des Endanlegers und nicht zu dessen Nachteil wirkt.

(3) Die bisherige Wertpapierdienstleistungsrichtlinie umfasst nicht das gesamte Dienstleistungsangebot für Anleger (z.B. Beratung, neue Distributionskanäle) und nicht den gesamten Finanzhandel (z.B. Warenderivate). Manche dieser Tätigkeiten beinhalten, wenn sie das hauptsächliche oder regelmäßige Geschäft des Wertpapierhauses darstellen, materielle Risiken für den Anleger oder die Markteffizienz/-stabilität, auf die die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie sowie einschlägige Vorschriften Anwendung finden können.

(4) Die bisherige Wertpapierdienstleistungsrichtlinie geht nicht auf regulatorische und wettbewerbsrechtliche Fragen ein, die sich ergeben, wenn Börsen untereinander und mit neuen Auftragsausführungsplattformen in Wettbewerb treten. Zum Zeitpunkt der Annahme der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie gab es noch keinen Wettbewerb zwischen Börsen/Handelssystemen. Heute stellt der Wettbewerb zwischen den verschiedenen Arten der Auftragsausführung (Börsen, neue Handelssysteme, interne Auftragsausführung durch Wertpapierhäuser) die wichtigste Herausforderung für die Regulierungstätigkeit der EU-Wertpapieraufsichtsbehörden dar. Die wenigen, bescheidenen Bestimmungen zu geregelten Märkten der bisherigen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie bilden keinen soliden Rechtsrahmen, innerhalb dessen die Märkte und Systeme bei der Liquiditätsbeschaffung miteinander konkurrieren und die Wertpapierhäuser im Rahmen ihrer anderen Dienstleistungen für Kunden außerbörsliche Geschäfte abschließen können.

(5) Die bisherige Wertpapierdienstleistungsrichtlinie enthält fakultative Bestimmungen zur Regulierung der Marktstruktur, was die Herausbildung einer integrierten und wettbewerbsfähigen Handelsinfrastruktur erheblich behindert. Nach Artikel 14 Absatz 3 der bisherigen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie können staatliche Behörden vorschreiben, dass Kleinanlegeraufträge nur auf einem geregelten Markt ausgeführt werden dürfen ("Konzentrationsregel"). Verschiedene Mitgliedstaaten haben von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht, um die Interaktion zwischen

Kleinanlegeraufträgen in den zentralisierten öffentlichen Orderbüchern der geregelten Märkte zu fördern. Andere Mitgliedstaaten haben diese Möglichkeit nicht genutzt und es den Wertpapierhäusern überlassen, wie sie ihren Kunden die bestmögliche Ausführung (*best execution*) ihres Auftrags gewährleisten. Dadurch war in diesen Ländern eine größere Vielfalt an Auftragsausführungsmethoden zu beobachten. Solche grundlegenden Unterschiede in der Regulierung der Marktstruktur führen ihrerseits wieder zu Unterschieden bei den nationalen Handelsbestimmungen, bei den Vorschriften für den Marktbetrieb, bei dem Raum für Wettbewerb zwischen Auftragsausführungsplattformen und bei dem Verhalten der Marktteilnehmer[v], was grenzübergreifende Geschäfte entscheidend behindert und zu einer Aufsplitterung der Liquidität führt.

(6) Die Bestimmungen zur Benennung der zuständigen Behörden und zu ihrer Zusammenarbeit sind in der bisherigen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie zu unpräzise: Die Zuständigkeiten für die rechtliche Durchsetzung der Bestimmungen in den Mitgliedstaaten sind nicht klar festgelegt und es besteht keine solide Basis für die grenzübergreifende Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden. In einem voll integrierten Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen müssen unzulässige Verhaltensweisen überall in der Union mit der gleichen Strenge verfolgt und geahndet werden. Eine weitere Vorbedingung für einen integrierten und ordnungsgemäß funktionierenden Binnenmarkt ist die uneingeschränkte und prompte Zusammenarbeit und der Informationsaustausch zwischen den nationalen Behörden. Die derzeitigen Bestimmungen zur Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden waren für eine Marktsituation geschaffen worden, in der die Verbindungen zwischen den nationalen Finanzmärkten weit weniger intensiv genutzt wurden. Die bestehenden Mechanismen müssen entscheidend ausgebaut werden.

(7) Die Bestimmungen der bisherigen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie sind unflexibel und überholt: Die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie muss überarbeitet werden, weil sie keine Möglichkeit für die Lösung dringender Regulierungsfragen enthält, die durch die sich verändernden Marktstrukturen, Geschäftspraktiken und Aufsichtsverfahren entstehen. Dass die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie überarbeitet werden muss, belegt, dass es unmöglich ist, Finanzmärkte durch die Festschreibung unveränderlicher Rechtsvorschriften zu regulieren. Im Lichte der Zustimmung, die die Empfehlungen des Lamfalussy-Ausschusses beim Europäischen Rat und beim Europäischen Parlament gefunden haben, wird vorgeschlagen, wesentliche Bestimmungen der Richtlinie zu ändern, um zu ermöglichen, dass rechtlich bindende Durchführungsmaßnahmen mit dem Komitologieverfahren angenommen werden. Dieses Verfahren wird in strenger Übereinstimmung mit der interinstitutionellen Vereinbarung zwischen dem Europäischen Parlament, dem Rat und der Kommission angewandt.

Aufgrund der zahlreichen Unzulänglichkeiten der bisherigen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und der Notwendigkeit, die Richtlinie besser auf die strukturellen Veränderungen der Finanzmärkte der Gemeinschaft abzustimmen, vertritt die Kommission die Auffassung, dass es rationeller und effizienter ist, den Richtlinientext insgesamt zu ersetzen. Diejenigen Bestimmungen der bisherigen Richtlinie, die sich als sinnvoll erwiesen haben, werden mit dem neuen Vorschlag übernommen. Der Vorschlag stützt sich auf die nationalen Aufsichtsbehörden und Strukturen zur rechtlichen Durchsetzung, die an der Umsetzung der bisherigen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie beteiligt waren. Die Änderungsvorschläge zum Anwendungsbereich der Richtlinie stellen keinen tiefgreifenden Wandel dar und sind eher als eine logische Weiterentwicklung zu sehen. Die Tatsache, dass der neue Text auf die mit der

bisherigen Richtlinie gelegten Grundlagen aufbaut, soll ermöglichen, die für seine Implementierung notwendigen Anpassungen des rechtlichen, institutionellen und aufsichtsrechtlichen Rahmens in ihrem Ausmaß zu begrenzen.

Kasten: Ein neuer Ansatz für die europäische Rechtsetzung im Finanzsektor

Im Aktionsplan für Finanzdienstleistungen wurde darauf hingewiesen, wie unzureichend der europäische Rechtsrahmen für Wertpapiermärkte ist und wie hoch die durch die ordnungspolitische Aufsplitterung der Liquidität in der Europäischen Union entstehenden Opportunitätskosten sind. Der Aktionsplan enthält verschiedene Maßnahmen zur Schaffung eines Rechtsrahmens, der die Entwicklung eines einheitlichen, tiefen und liquiden Finanzmarktes fördert. Als Teil dieses Maßnahmenpakets hat die Kommission im November 2000 ein Grünbuch veröffentlicht, in dem die operative Struktur der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie unter verschiedenen Aspekten beleuchtet wird.[vi] Im Lichte der 68 Antworten zum Grünbuch schloss die Kommission, dass die Richtlinie komplett überarbeitet werden sollte.

Der Vorschlag folgt in großem Maße den Empfehlungen des Lamfalussy-Ausschusses ("Ausschuss der Weisen"), die im März 2001 in Stockholm die Zustimmung des Europäischen Rates fanden:

1.Konsultation erfahrener Marktteilnehmer und Beteiligter: Seit der Veröffentlichung des ersten Grünbuches haben die Dienststellen der Kommission zweimal in einer offenen und alle einbeziehenden Konsultation die Stellungnahme betroffener Akteure erbeten, um auf informelle Art erste Überlegungen zum Umfang und zur Form der Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie einzuholen. Die erste Konsultation zeigte in umfassender Weise mögliche Änderungen der Richtlinie auf und wurde im Juli 2001 veröffentlicht. Die Vorüberlegungen wurden am 18. September 2001 in Brüssel in einer öffentlichen Anhörung mit 150 interessierten Parteien diskutiert. Infolge dieser Konsultation hat die Kommission 77 Antworten erhalten, in denen dazu angeregt wurde, gewisse wichtige Aspekte der ursprünglichen Leitlinien, die als zu stark präskriptiv beurteilt und als den Wettbewerb und die Innovation der Dienstleistungen im Bereich der Auftragsausführung behindernd eingestuft wurden, neu zu überdenken. Daher veröffentlichte die Kommission im März 2002 eine stark überarbeitete Version ihrer Leitlinien zur Änderung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie. Die überarbeiteten Leitlinien wurden am 22. April 2002 erneut in einem offenen Forum mit über 200 Teilnehmern zur Diskussion gestellt. Der vorliegende Vorschlag basiert auf einer sorgfältigen Auswertung der insgesamt 107 Antworten zu den überarbeiteten Leitlinien.

2.Wirksamere und marktorientierte Regeln für den Finanzbinnenmarkt: Der Lamfalussy-Ausschuss empfahl die systematische und logische Trennung der hochrangigen Grundsätze, die in europäischen Richtlinien harmonisiert werden müssen, von den durch Erlass entschiedenen Durchführungsmaßnahmen, die einheitlich, rechtlich bindendend, aber im Komitologieverfahren anpassbar sind. Innerhalb dieser Struktur wird der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (*CESR*) entsprechend dem ihm von der Kommission erteilten Auftrag im Lichte der Ergebnisse der öffentlichen Anhörung detaillierte technische Stellungnahmen ausarbeiten. Dieses dualistische System für den Wertpapiersektor wurde vorgeschlagen, um einerseits die Kontinuität der auf demokratische Weise festgelegten Hauptprinzipien zu gewährleisten, wobei alle Details soweit zu harmonisieren sind, dass der grenzübergreifende Wertpapier- und Wertpapierdienstleistungshandel eine geordnete Basis erhält, und um andererseits die notwendige Flexibilität zu gewährleisten, damit der sich rasch ändernden Marktpraxis und den rasanten Entwicklungen der Finanzmärkte Rechnung getragen werden kann. Die vom Europäischen Parlament in einer Plenarsitzung sowie per interinstitutionelle Vereinbarung getroffene weitsichtige Entscheidung zur Umsetzung der Lamfalussy-Vorschläge hat dem nun vorliegenden Richtlinienvorschlag, der in weitgehender Anlehnung an das Lamfalussy-Muster erstellt wurde, den Weg geebnet.

I.4. Allgemeine Zielsetzung des neuen Richtlinienvorschlags

Mit der vorgeschlagenen Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen und geregelter Märkte soll der EU-Rechtsrahmen dahingehend gestärkt werden, dass die beiden folgenden globalen Regulierungsziele erreicht werden:

1. Gewährleistung des Anlegerschutzes und der Marktintegrität durch Festlegung harmonisierter Anforderungen für die Tätigkeiten der zugelassenen Intermediäre;

2. Förderung fairer, transparenter, effizienter und integrierter Finanzmärkte: Diese Zielsetzung wird insbesondere durch die Entwicklung grundlegender Regeln gefördert, die die Negoziierung und Ausführung von Geschäften mit Finanzinstrumenten über organisierte Handelssysteme und Marktplätze durch Wertpapierhäuser festlegen.

Im Folgenden wird die neue Richtlinie unter vier Aspekten beleuchtet:

Maßnahmen zur Förderung einer effizienten, transparenten und integrierten Infrastruktur für den Finanzhandel;

Bestimmungen für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen im Hinblick auf die Gewährleistung von Anlegerschutz und Marktintegrität;

vorgeschlagene Erweiterungen des Anwendungsbereichs der Wertpapierdienstleistungs-richtlinie;

Sonstiges (Clearing und Abrechnung, Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden).

ABSCHNITT II. EFFIZIENTE, TRANSPARENTE UND INTEGRIERTE INFRASTRUKTUR FÜR DEN FINANZHANDEL

II.1 Wettbewerb und Fragmentierung

In Europa wurden, wie in anderen Teilen der Welt auch, die Aufgaben des Finanzintermediäres und des Marktplatzes traditionell von getrennten Einrichtungen wahrgenommen. Zum Zeitpunkt der Annahme der bisherigen Wertpapierdienstleistungs-richtlinie genossen Börsen das Hoheitsrecht für die geregelte Zusammenführung von Kauf- und Verkaufsinteressen an im Hoheitsgebiet emittierten Wertpapieren. Die Intermediäre standen zueinander im Wettbewerb, indem sie Dienstleistungen für Endanleger und Emittenten erbrachten und OTC-Geschäfte abschlossen.[vii] Durch diese institutionelle Zweiteilung war eine klare Trennung möglich zwischen dem Anlegerschutz, der nur die Intermediäre betraf, und den Marktregeln, die das transparente und effiziente Funktionieren der Märkte gewährleisteten und in erster Linie die Börsen betrafen. Seit der Einführung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ist der europäische Finanzmarkt komplexer geworden und die Trennung zwischen Handelsplatz und Intermediär ist aufgeweicht. Die Informationstechnologien haben es ermöglicht, dass das Hauptgeschäft der Börsen von außerbörslichen Systemen mit geringem Kostenaufwand reproduziert wird und dass die Börsen wieder als konkurrierende Marktteilnehmer auftreten: Heute gibt es eine Vielzahl von Marktteilnehmern und Handelsmöglichkeiten.

Neue Entwicklungen im europäischen Finanzhandel

Die technologischen Entwicklungen haben zu folgenden Trends auf den Finanzmärkten geführt:

1. Wettbewerb zwischen Börsen: Die Zeiten, wo Börsen als einzige, unanfechtbare nationale Liquiditätsquellen fungierten, die Dienstleistungen im Sinne eines öffentlichen Dienstes erbrachten, sind vorüber. Heute konkurrieren gewinnorientierte Börsen direkt um Auftragsfluss und die Zulassung zur amtlichen Notierung und erweitern ihren Tätigkeitsbereich durch grenzübergreifende Fusionen oder durch vertikale Integration von Stufen der Clearing- und Abrechnungskette.

2. Wettbewerb durch alternative Handelssysteme[viii]: Neue Marktteilnehmer bieten institutionellen und professionellen Anlegern alternative Ausführungsstrukturen für den Handel auf eigene Rechnung. Diese Systeme sind inzwischen die wichtigsten organisierten Märkte für den Anleihehandel. Über sie wird jedoch nur 1 % des europäischen Aktienhandels abgewickelt (in den USA ist der Anteil des Aktienhandels weit größer).[ix]

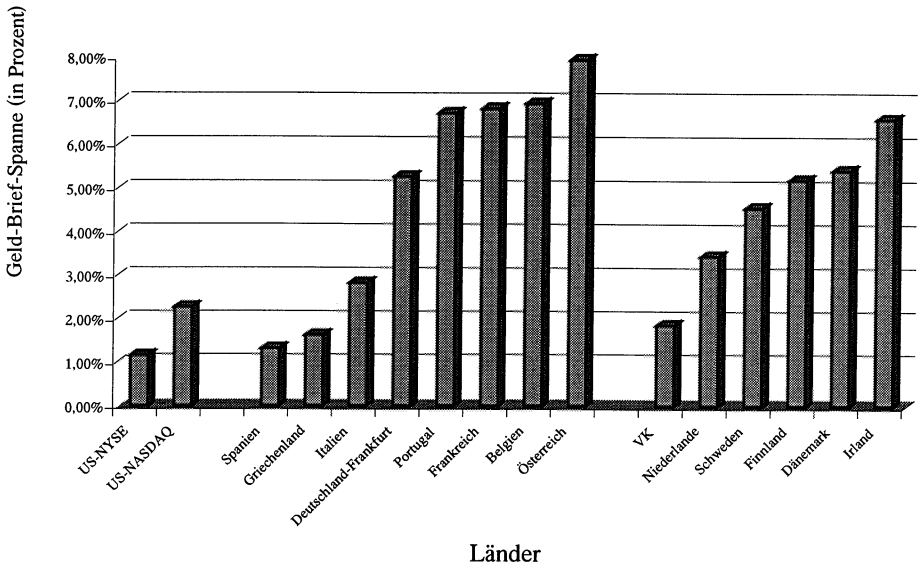
3. Zunahme der internen Ausführung von Kundenaufträgen durch Wertpapierhäuser: Die Konzentration des Maklergeschäfts auf einen immer enger werdenden Kreis von Wertpapierhäusern und Banken schafft eine Situation, in der große Volumina von Kundenaufträgen intern ausgeführt werden können – entweder durch die Zusammenführung einer Kundenorder mit einer anderen oder durch die Ausführung mit Broker-Dealern mit Eigenhandelsposition. Die Anzahl von Kleinanleger-Aufträgen, die nicht intern ausgeführt werden können und über Börsen abgewickelt werden, nimmt kontinuierlich ab. Diese Marktpraxis ist in Rechtssystemen, die keine "Konzentrationsregel" eingeführt haben, weit verbreitet: Den Angaben in diesen Ländern zufolge wickeln viele große Institute derzeit 15 bis 30 % ihres Kundenauftragsflusses intern ab.

Um die Herausforderung im Regulierungsbereich, den der Wettbewerb der Ausführungssysteme darstellt, näher untersuchen zu können, müssen zunächst die folgenden Aspekte berücksichtigt werden:

Was die globale Markteffizienz anbelangt, scheinen rechtliche Maßnahmen, die den Wettbewerb zwischen Auftragsausführungssystemen direkt einschränken, die Kursbildung nicht zu verbessern, so dass ein Eingriff in die Marktstruktur zur Förderung der Auftragsausführung an Börsen notwendig erscheint. Jüngste Untersuchungen zu den Durchführungskursen beinah aller an führenden europäischen Börsen gehandelter Aktien belegen in keiner Weise die These, der zufolge die Konzentration der Auftragsausführung auf Börsen die Markteffizienz erhöht (als Kennwerte dienten die effektiven gemittelten Geld-Brief-Spannen[x]). (Diagramm 1).

(Quelle: *London Economics*, 2002).

Diagramm 1: Effektive Geld-Brief-Spanne



Direkte regulatorische Eingriffe in die Marktstruktur zeitigen nicht nur keine statischen Effizienzvorteile, sondern sie verursachen überdies dynamische Kosten für den Markt insgesamt, indem sie die Wahl der Marktteilnehmer, den Wettbewerb zwischen Handelssystemen und die Innovation einschränken. Der Wettbewerb zwischen Auftragsausführungssystemen hat dann eine interessante und dynamisierende Wirkung, wenn Transaktionskosten gesenkt, die Märkte mit zusätzlicher Liquidität ausgestattet, leistungsfähige Handelsstrategien ermöglicht und die Abrechnungsverfahren der Transaktionen gestrafft werden können. Obgleich noch andere Faktoren beteiligt sind, lässt sich dieser Umstand durch die Tatsache belegen, dass die Rechtssysteme solcher EU-Mitgliedstaaten, die den Wettbewerb zwischen Börsen und anderen Handelssystemen nicht einschränken, eine höhere Kapitalisierung des Aktienmarktes (170 % des BIP) und ein höheres Liquiditätsniveau (gemessen am Umsatz, 407 % des BIP) aufweisen als Mitgliedstaaten, die verstärkt den Börsenhandel fördern (80 % und 130 %).[xi] Jüngste Erfahrungswerte aus dem amerikanischen Finanzhandel legen nahe, dass höhere Umsätze und Marktkapitalisierung die Handelskosten zusätzlich senken.[xii]

Von diesen Vorteilen profitieren nicht nur die professionellen Marktteilnehmer. Die Internalisierung von Kundenaufträgen kann mehrere Vorteile bieten: beschleunigte Ausführung, bessere Kurse und geringere Durchführungskosten für Aufträge, die direkt über das System des Wertpapierhauses abgerechnet werden. Der Wettbewerb zwischen Intermediären sollte dazu führen, dass zumindest einige dieser Vorteile auch dem Kleinanleger zugute kommen. Die Vorteile können nicht als gesichert angesehen werden. Eines der Ziele des Richtlinienvorschlags ist es, die Voraussetzungen dafür zu schaffen, dass Kundenaufträge nur dann außerbörslich ausgeführt werden, wenn dem Kunden dadurch ein messbarer Vorteil entsteht. Die Erfahrungen von für Privatkunden arbeitenden Finanzdienstleistungsanbietern im Vereinigten Königreich zeigen jedoch, dass die außerbörsliche Abwicklung in 7 von 10 Fällen für den Endanleger einen Kursvorteil bedeuten kann.

Der Wettbewerb zwischen Börsen und anderen Auftragsausführungssystemen ist nichts Neues: Die Börsen aller Mitgliedstaaten sind zumindest bei bestimmten Abschlüssen seit langem mit der Konkurrenz der außerbörslichen Ausführung konfrontiert. Sogar in Mitgliedstaaten, in denen die Konzentration von Kleinanlegeraufträgen auf einem geregelten

Markt vorgeschrieben ist, besteht für die Geschäfte der professionellen und institutionellen Anleger bereits Wettbewerb zwischen den Börsen und anderen Handelssystemen. Darüber hinaus sind sich die Handelsmilieus aller Mitgliedstaaten bewusst, dass Börsenorderbücher nicht für alle Transaktionen die optimale Ausführungsart darstellen. Die zentralen Orderbücher sind neben den OTC- und den so genannten *upstairs trading*-Geschäften nur eine der möglichen Transaktionsarten.[xiii] Einige geregelte Märkte versuchen nun, die Vorteile der Kursnotierungssysteme mit denen des Auftragshandels unter einem Dach anzubieten.[xiv] Dass in den Mitgliedstaaten eine Fülle verschiedener Handelssysteme existiert, belegt ihr Verständnis, dem zufolge ein Rechtsrahmen, der eine bestimmte Art von Auftragsausführungsstruktur bevorteilt, nicht in der Lage sein wird, der breiten Palette von Handelsinteressen und Strategien Rechnung zu tragen, aus denen ein wettbewerbsfähiger Markt besteht.

Wenn der integrierte europäische Finanzbinnenmarkt seine Wirkung voll entfalten soll, muss es das Regulierungsumfeld erlauben, dass verschiedene Markt-Mikrostrukturen nebeneinander bestehen, dass Handelssysteme miteinander konkurrieren und dass die Anleger und Marktteilnehmer die Auftragsausführungsart frei wählen können. Der wachsende Wettbewerb in der Auftragsausführung bedeutet aber eine neue Herausforderung für das Rechtssystem, was den Anlegerschutz und die Förderung geordneter, effizienter Märkte anbelangt. Die neue Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte muss diese Herausforderungen mit einem kohärenten und wirksamen Regulierungsrahmen angehen. Die kompliziertesten und strittigsten Punkte der Änderung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie hängen oft mit der Verwischung der Grenze zwischen Marktplatz und Intermediär zusammen und mit dem daraus folgenden Anstieg des Wettbewerbs innerhalb einer und zwischen verschiedenen Ausführungsarten. Diese Herausforderungen können unter drei Aspekten untersucht werden:

Fragmentierung und effiziente Kursbildung

Die Verteilung des Handelsgeschehens über mehrere Auftragsausführungsstrukturen kann dazu führen, dass sich die Kauf- und Verkaufsinteressen auf untiefe und getrennte, kleine Liquiditätsmärkte aufsplittern. Wenn dieser Prozess nicht kontrolliert wird, könnte er für die beiden wichtigsten Merkmale eines wettbewerbsfähigen Finanzmarktes – die Liquidität und eine effiziente Kursbildung – nachteilige Folgen haben.[xv] Die Fragmentierung kann insbesondere zu weit auseinander liegenden Geld-/Briefkursen, zu negativen Auswirkungen der Kurse auf die Geschäfte und zu eingeschränkten Handelsmöglichkeiten führen.[xvi] Sowohl der Wettbewerb zwischen den Börsen als auch der Wettbewerb zwischen Börsen und anderen Auftragsausführungsstrukturen kann die Fragmentierung verstärken.

Die Regulierungsbehörden der Finanzmärkte und die Marktbeobachter sind sich zunehmend darüber einig, dass es mit Hilfe einer wirksamen Transparenzregelung möglich sein muss, die Vorteile des Wettbewerbs zwischen den Auftragsausführungsstrukturen zu nutzen und gleichzeitig die negativen Auswirkungen für die globale Markteffizienz zu begrenzen. "Markttransparenz – d.h., in der Hauptsache die allgemeine Verfügbarkeit von Informationen zu aktuellen Handelsmöglichkeiten und zu den letzten Geschäftsabschlüssen – gilt allgemein als eine wesentliche Voraussetzung für die Fairness und für die Effizienz eines Marktes und insbesondere auch für seine Liquidität und die Qualität seiner Kursbildung".[xvii]

Wenn eine umfassende Möglichkeit gefunden werden soll, um den potenziell negativen Auswirkungen der Fragmentierung mit geeigneten Transparenzregeln zu entgegnen, sollte der Lösungsansatz von Anfang an die gesamte Palette der Auftragsausführungssysteme berücksichtigen. "Es wäre erstrebenswert, für jede Kategorie von Vermögenswerten eine kohärente Transparenzregelung einzurichten, die für alle Marktplätze gleichermaßen gilt."[xviii]

Eine Transparenzregelung, die nur die geregelten Märkte betrifft und außerbörsliche Geschäfte ausschließt, wäre in ihrer Tragweite beschränkt und nur bedingt wirksam. Der außerbörsliche Handel kann mehr leisten als die Kursnotierungen auf den geregelten Märkten und er kann, wie der Börsenhandel auch, für die Anlageentscheidungen anderer Marktteilnehmer wesentliche Handelsinformationen enthalten. Dementsprechend wird gefordert, die Voraussetzungen dafür zu schaffen, dass andere Marktteilnehmer die Informationen zu solchen Abschlüssen oder Handelsinteressen bei ihren Anlageentscheidungen berücksichtigen können und so die Effizienz der Kursbildung maximieren.

Transparenz kann jedoch auch dazu führen, dass weniger Liquidität für die Marktteilnehmer zur Verfügung steht. Wenn Händler und Broker-Dealer gezwungen würden, ihre Bedingungen für den Kauf und Verkauf von Wertpapieren offen zu legen, könnten sie möglicherweise nicht mehr so gewinnbringend abschließen und sich nicht vor strategischem Handel von Seiten anderer Marktteilnehmer schützen.[xix] So würden Regelungen, die eigentlich absolute Transparenz gewährleisten sollen – indem sämtlichen Marktteilnehmern ständig Zugang zu allen Informationen zu allen Handelsmöglichkeiten geboten wird – die Händler und Broker-Dealer dazu zwingen, ihre Handelspositionen in einer Weise offen zu legen, die es ihnen nicht mehr erlauben würde, den Markt mit Liquidität zu versorgen. Für Marktteilnehmer und Anleger würde der Handel komplizierter, insbesondere bei Blockhandelsgeschäften, beim Handel mit illiquiden Aktien und beim Programmhandel, und die Volatilität würde erhöht. Daher ist bei der Übernahme börsenspezifischer Vorschriften und Transparenzregelungen auf den außerbörslichen Handel, wo Marktteilnehmer ihr eigenes Kapital riskieren, Vorsicht geboten.

Anlegerschutz

Die strukturellen Veränderungen im Wertpapierhandel und der Auftragsausführung werfen auch Fragen zu bestimmten Bereichen des Anlegerschutzes auf. Besondere Besorgnis erregt hier die Frage, in welchem Umfang es zu Interessenskonflikten bei Broker-Dealern kommt, die Kundenaufträge intern gegen Eigenhandelspositionen ausführen – dieses Verfahren wird allgemein als "Internalisierung" bezeichnet. Der integrierte Broker-Dealer wird dazu neigen, die Interessen seines Handelsbüros über die Interessen seiner Kunden zu stellen. Dieser Interessenskonflikt wirft die Frage auf, inwieweit Anleger/Kunden darauf vertrauen können, dass Broker-Dealer sich an ihre oberste Pflicht halten und im Interesse ihrer Kunden handeln werden. Solche Interessenskonflikte waren bereits unter der bisherigen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und in nationalen Rechtsrahmen allgegenwärtig, in denen Broker-Dealer die Möglichkeit hatten, Kundenaufträge außerhalb des geregelten Marktes auszuführen. Sie könnten jedoch noch stärker werden, wenn Wertpapierhäuser ihre Kundenauftragsflüsse aktiv internalisieren und immer weniger Aufträge annehmen, die an Börsen ausgeführt werden müssen.

Ein damit zusammenhängendes Problem ist, dass die Aufsplitterung des Finanzmarktes die Repräsentativität von Börsennotierungen in Frage stellen könnte, die bisher als Garanten für die bestmögliche Ausführung (*best execution*) dienten. Nach den *best execution*-Regeln haben Wertpapierhäuser gemeinhin ihre Pflicht gegenüber ihren Kunden erfüllt, wenn sie deren Aufträge auf einem geregelten Markt oder zu einem gleichwertigen oder besseren Kurs abwickeln. Wenn die Auftragsausführung in großem Umfang nicht mehr auf dem geregelten Markt stattfindet, besteht die Gefahr, dass die Liquidität von den Börsen weg wandert und die Repräsentativität der Referenzkurse der geregelten Märkte damit in Frage gestellt wird. Unter solchen Umständen büßen die *best execution*-Regeln, anhand deren die Angebote von Brokern im Vergleich zu den Kursen der geregelten Märkte beurteilt werden, ihre

grundlegende Schutzfunktion ein. Angesichts der Aufsplitterung des Wertpapierhandels auf getrennte Systeme und Märkte haben Anleger oder ihre Broker möglicherweise keine Kenntnis von den besten verfügbaren Handelsmöglichkeiten oder keinen Zugang dazu. Wichtig ist die Feststellung, dass sich diese Bedenken auf Wertpapiermärkten, in denen außerbörsliche Auftragsausführung zulässig ist, nicht unbedingt bestätigen: Die Geld- und Briefkurse für im *LSE/SETS*-Auftragsbuch gehandelte Anteile haben sich weiterhin angenähert, obwohl große Volumina von Kleinanlegeraufträgen außerhalb des *SETS*-Orderbuches abgewickelt wurden.[xx].

Aufsichtliche Arbitrage

Der Handel über multilaterale Handelssysteme (*multilateral trading facilities/MTF*) und die außerbörsliche Auftragsausführung durch Wertpapierhäuser kann zur Folge haben, dass das Geschäftsvolumen der Börsenorderbücher sinkt. Dies wirft unweigerlich die Frage auf, ob man zulassen soll, dass neue Handelssysteme mit Börsen um Orderfluss konkurrieren, ohne einer vergleichbaren Regulierungsstruktur unterworfen zu sein. Sollten z.B. Broker-Dealer, die große Volumina von Kunden-Orderflüssen internalisieren – und die unter diesem Gesichtspunkt oft mit Marktplätzen verglichen werden[xxi] – veranlasst werden, nach den für Börsen geltenden Regeln zu arbeiten? Diese Frage kann nicht beantwortet werden, solange nicht auf sachliche Weise geklärt wurde, ob die interne Auftragsausführung tatsächlich mit den Funktionen eines Marktplatzes vergleichbar sind. Außerdem muss eine Lösung dafür gefunden werden, wie die einzelnen Rechtsvorschriften auf die Mechanismen und Risiken der verschiedenen Methoden der Handelsausführung abgestimmt werden können.

II.2. Leitlinien für die Regulierung der Auftragsausführung

Die Änderung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie bietet die Gelegenheit, die Spielregeln festzulegen, damit die Auftragsausführung – ob auf geregelten Märkten, über multilaterale Handelssysteme (MTF) oder über außerbörsliche Geschäfte durch Wertpapierhäuser – im Interesse des Anlegers und im Sinne der Gesamteffizienz des Finanzsystems erfolgt. Die Art und Weise wie diese Fragen gelöst werden, wird sich umfassend und direkt auf die weitere Entwicklung des Wettbewerbsverhältnisses zwischen verschiedenen Arten von Marktteilnehmern auswirken. Die Kommission hat sich bei der Ausarbeitung ihres Lösungsansatzes zu den obengenannten Fragen und bei der Abwägung der verschiedenen aufsichtspolitischen Optionen von folgenden Grundsätzen leiten lassen:

1). Die überarbeitete Wertpapierdienstleistungsrichtlinie sollte die Grundlagen für eine integrierte und wettbewerbsfähige Handelsinfrastruktur schaffen. Auf einem voll integrierten Finanzmarkt können Kauf- und Verkaufsinteressen an einem bestimmten Finanzinstrument über die EU-Ländergrenzen hinweg direkt und zeitgleich zusammenwirken, unabhängig davon, wo die Marktteilnehmer und Systeme/Einrichtungen, über die sich die Handelsinteressen materialisieren, belegen sind.[xxii] Deshalb widersprechen im nationalen Alleingang beschlossene Regelungen zur Abwicklung und Ausführung von Kleinanlegeraufträgen (die Kleinanlegeraufträge machen der Anzahl nach 90 %, dem Wert nach aber nur 10 % der Geschäfte aus) von Grund auf dem Ziel eines Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen. Sie errichten Trennungslinien, nicht nur zwischen den Regulierungsstrukturen und Wettbewerbssituationen von Handelsplattformen in verschiedenen Mitgliedstaaten, sondern auch bei den für Intermediäre geltenden aufsichtsrechtlichen Bestimmungen und beim Anlegerschutz. Wenn die überarbeitete Wertpapierdienstleistungsrichtlinie die Schaffung eines integrierten und effizienten Finanzmarktes fördern soll, darf vor allem nicht der Versuchung nachgeben werden, den Markt mit Kann-Bestimmungen regulieren zu wollen. Da die optionale "Konzentrationsregel"

die Annäherung der Wertpapiermarktregulierung an ein gemeinsames Modell sehr wahrscheinlich behindern würde, ist sie in diesem Vorschlag nicht mehr vorgesehen.

2). Die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie muss Gefährdungen für Anlegerschutz und Markteffizienz wirksam ausschließen. Für das neu entstandene, heterogene und komplexe Handelsumfeld müssen entsprechende aufsichtspolitische Regelungen getroffen werden, damit die Anlegerinteressen und die globale Markteffizienz gewahrt bleiben. Die Anleger müssen darauf vertrauen können, dass die Makler die neuen Handelsmöglichkeiten so einsetzen, dass sie für den Kunden das günstigste Geschäft abschließen. Bei der Ausführung von Kundenaufträgen durch Broker-Dealer dürfen sich die entstehenden Interessenkonflikte nicht negativ auf die Kundeninteressen auswirken. Finanzmarktakteure, Emittenten und Aufsichtsbehörden haben ein gemeinsames Interesse daran, zu verhindern, dass sich die vorhandene Liquidität in untiefe, getrennte Liquiditätsmärkte aufsplittert.

Zur Erfüllung dieser Ansprüche ist ein Maßnahmenpaket erforderlich, das gewährleistet, dass die Streuung des Handels auf unterschiedliche Marktplätze und über unterschiedliche Handelswege nicht zu einer Fragmentierung der Liquidität führt und die Marktteilnehmer nicht davon abhält, potenzielle, für beide Seiten vorteilhafte Abschlüsse auszumachen. Kernstück des Maßnahmenpakets ist eine wirksame Transparenzregelung, mit der sichergestellt wird, dass die Einzelheiten der letzten, zum Abschluss gebrachten Geschäfte und die Informationen zu aktuellen Handelsmöglichkeiten auf allen Marktplätzen, über Handelssysteme und andere Auftragsausführungsstrukturen EU-weit allen Marktteilnehmern zugänglich sind. Außerdem führt der Richtlinienvorschlag strengere Pflichten für Intermediäre ein, die gewährleisten sollen, dass diese solche Informationen aktiv nutzen, um für ihre Kunden den bestmöglichen Abschluss zu erzielen[xxiii].

Der Vorschlag sieht auch vor, Maklerkunden die Möglichkeit zu geben, ihren bevorzugten Ausführungsweg anzugeben. Informationen, die für die Wahl eines Maklers oder die Beurteilung eines Ausführungsdienstes relevant sind, sollen im Vorhinein zur Verfügung gestellt werden, damit die Kunden sich ein fundiertes Urteil bilden können. Hierfür wird im Vorschlag bestimmt, dass der Makler, entweder allgemein oder für jedes einzelne Geschäft (siehe Punkt 3.5), die Zustimmung des Endanlegers einholen muss, bevor er die Geschäfte über andere Strukturen als einen geregelten Markt oder ein multilaterales Handelssystem (*MTF*) ausführt.

3). ISD-Regeln sollten angemessen sein und den Anliegen des Marktes Rechnung tragen

Die Ziele der Markteffizienz und des Anlegerschutzes sollten mittels regulatorischer Interventionen verfolgt werden, die eine angemessene Antwort auf ein nachweisbares Risiko darstellen. Dabei gilt es, den technologischen Entwicklungen und den vom Markt entwickelten Lösungsansätzen Rechnung zu tragen und den Wettbewerb und die Innovationen so wenig wie möglich einzuschränken. Aufgrund dieser Überlegungen erhielt der Vorschlag die folgende Ausrichtung:

- "Kein Verbot" .... - Die ISD-Revision sollte die Auftragsausführung außerhalb der traditionellen Märkte/Börsen nicht durch die Anwendung ungerechtfertigter oder unangemessener Regulierungsanforderungen weder verbieten noch anderweitig behindern. Der Wettbewerb von seiten neuer Handelsplätze[xxiv] hat die Börsen zu Innovationen und zur Entwicklung neuer Quellen von Wettbewerbsvorteilen angespornt. Es besteht kein Grund zu der Annahme, dass diese Vorteile nun ausgeschöpft sind oder dass reglementäre Hemmnisse geschaffen werden sollten, um einen eigenen Auftragsfluss für eine bestimmte Kategorie von Marktplätzen zu schaffen.

- "Keine Verpflichtung": Mit dem Vorschlag wird einem Institut nicht vorgeschrieben werden, als ein "geregelter Markt" zugelassen zu sein, um die Auftragsausführung auf organisierter Basis vorzunehmen. "Multilaterale Handelssysteme" ("Multilateral Trading Facilities"/ MTF), die Anzeigesysteme für Kauf- und Verkaufinteressen und Auftragsausführungssyteme betreiben, werden diese Systeme auf der Grundlage einer Zulassung als Wertpapierhaus betreiben können, sofern sie die "maßgeschneiderten" Regulierungsanforderungen beachten (s.u.).

- Keine einheitliche Regelung für den gesamten Rahmen: Unterschiede bei der aufsichtlichen Behandlung sollten die Fähigkeit der Institute/ Börsen, die aufgrund einer besonderen Regelung tätig sind, nicht unterminieren, Liquidität anzuziehen. Die Beschränkung der aufsichtlichen Arbitrage läuft allerdings nicht darauf hinaus, eine unnuancierte Regelung nach Art der Börsen auf andere Systeme oder Methoden zur Ausführung von Anlegeraufträgen anzuwenden. Vielmehr sollten mit der ISD-Revision vergleichbare Aufsichtsanforderungen für vergleichbare Auftragsausführungsmethoden geschaffen werden. So gesehen werden MTF, die Börsenfunktionen bei der Anzeige und Interaktion von Handelsinteressen nachahmen, einer Palette von börsenähnlichen Regeln für die Handelsfunktionen[xxv] unterworfen werden. Allerdings sollte die Handelsausführung von seiten der Wertpapierhäuser bei Wahrnehmung der Handelstätigkeit oder der Erbringung von Dienstleistungen für die Kunden nicht mit dem Betrieb eines organisierten Marktes oder dem Führen eines Handelsbuchs gleichgestellt werden. Die Geschäfte, Mechanismen und die Regulierung von multilateralen Handelssystemen und -märkten unterscheiden sich grundlegend von der Handelsausführung durch Wertpapierhäuser - auch wenn letztere die Kundenaufträge internalisieren. Die interne Ausführung von Kundenaufträgen gestattet den Kunden insbesondere nicht, nach eigenem Ermessen mit anderen Kunden im Rahmen von Systemen zu handeln, die von einem Wertpapierhaus betrieben werden. Auch sollten es etwaige Transparenzvorschriften für einen kursgestützen Handel den Händlern nicht unmöglich machen, eigenes gefährdetes Kapital auf eine Art und Weise zu platzieren, die die Marktliquidität und das reibungslose Funktionieren des Marktes u.U. verbessert. Mit der ISD-Revision muss folglich ein sorgfältiges Gleichgewicht zwischen den die aufsichtliche Arbitrage betreffenden Anliegen und der Notwendigkeit geschaffen werden, liquiden Anbietern einen ausreichenden Handlungsspielraum zu bieten. Hier geht es nicht darum, sich für eine Art einer Marktstruktur zu Lasten einer anderen zu entscheiden ("Order-ausgerichtet" versus "Kurs-ausgerichtet"). Vielmehr soll mit dem Vorschlag ein Aufsichtsrahmen geschaffen werden, der die Koexistenz verschiedener Handels-"Kanäle" unterstützt, d.h. mit den entsprechenden Schutzmaßnahmen für die globale Markteffizienz und die Interessen der Endanleger.

Im Lichte des oben Gesagten wird mit diesem Vorschlag versucht, einen kohärenten und risikosensiblen Rahmen für die Regulierung der Hauptformen von Auftragsausführungssystemen abzustecken, die derzeit auf dem europäischen Finanzmarkt bestehen. So werden angemessene regulatorische Interventionen vorgeschlagen, um dem spezifischen Anlegerschutz gerecht zu werden sowie den Risiken für die Markteffizienz, die mit jeder der verschiedenen Handelsmethoden einhergehen. Eingegangen wird auch auf die wettbewerbsmäßigen und regulatorischen Interaktionen, die sich ergeben, wenn unterschiedliche Handelsplattformen und -methoden nebeneinander bestehen, aber unterschiedlichen Permutationen des Marktes und anlegerspezifischen Regelungen unterworfen sind. Es soll eine Situation geschaffen werden, in der Handelsinteressen - unabhängig von dem Medium, über das sie geäußert werden oder wo sie in der EU belegen

sind - miteinander auf grenzübergreifender Basis in Echtzeit in Verbindung treten können, so dass die Liquidität auf die Kursunterschiede in voller Hinsicht reagiert.

Ausschlaggebend für die Verwirklichung dieser Ziele sind umfassende Vorschriften für die Transparenz von Handelsinformationen. Diese Regelung umfasst alle Hauptausführmethoden bei Aktiengeschäften, d.h. geregelte Märkte, MTF und außerbörsliche Ausführung durch Wertpapierhäuser. Diese Transparenzverpflichtungen zielen darauf ab, eine wirksame grenzübergreifende Interaktion von Handelsinteressen in Echtzeit zu ermöglichen, ohne die ein Finanzdienstleistungsbinnenmarkt nicht wirklich bestehen kann. Diese Regelung wird überdies den Wettbewerb und die Innovationen bei der Ausführung von Abschlüssen fördern oder aber Dienstleistungen, die die Ausführung von Abschlüssen beinhalten, ohne eine effiziente Kursbildung zu gefährden. Dies geschieht auf eine Art und Weise, die die Offenlegung von möglichst vielen Handelsinformationen begünstigt, wobei der Tatsache Rechnung getragen wird, dass ein gleicher Grad an Transparenz nicht für alle Geschäftsmodelle zweckmäßig ist. Diese Transparenzregelung wird ein wichtiger Garant für die Fairness und die Effizienz der EU-Finanzmärkte sein sowie für den Zugang der Anleger zum bestmöglichen Abschluss, der im Hinblick auf das Volumen und die Art des gewünschten Geschäfts erzielt werden kann. Allerdings ist diese Regelung nicht der einzige Garant.

Im Vorschlag sind auch eine Reihe anderer Maßnahmen geplant, mit denen sichergestellt werden soll, dass die außerbörsliche Ausführung von Kundenaufträgen nur dort stattfindet, wo sie nachweislich im besten Interesse des Kunden erfolgt. Ein ganz besonders wichtiger Aspekt des Vorschlags ist der Nachdruck, der auf die Durchsetzung einer aktiveren und dynamischeren Form der "bestmöglichen Ausführung"-sverpflichtung gelegt wird, um zu gewährleisten, dass die Wertpapierhäuser beim Handel im Namen ihrer Kunden ein breites Spektrum an Handelsmöglichkeiten in Erwägung ziehen. Mit dem Vorschlag wird also die Verpflichtung zur "bestmöglichen Ausführung" untermauert, die die Wertpapierhäuser dazu anzuhalten wird, regelmäßig abzuwägen, welcher Marktplatz für die Geschäfte die günstigsten Bedingungen bietet, und nachweislich in der Lage zu sein, auf diese Marktplätze bei Geschäften im Namen ihrer Kunden zurückzugreifen. Bei der Verpflichtung zur "bestmöglichen Ausführung" handelt es sich um einen Mechanismus, der sicherstellt, dass die im Rahmen der Transparenzverpflichtungen erhaltenen Handelsinformationen zu Veränderungen bei den Order-Routing-Entscheidungen der Wertpapierhäuser führen. Damit wird gewährleistet, dass sich der Wettbewerb zwischen den Marktplätzen in Kursverbesserungen für den Endanleger niederschlägt. Auch wird u.a. sichergestellt, dass die Liquiditätsflüsse in Richtung der effizientesten Handelsplätze gelenkt werden. Derzeit tendiert die Liquidität in Europa dazu, sehr schwerfällig zu sein und sich weiterhin auf den Markt der Erstnotierung[xxvi] zu konzentrieren - auch wenn davon auszugehen ist, dass alternative Marktplätze bessere Kurse bieten. Obwohl keine direkt vergleichbaren Erfahrungen im Hinblick auf die Verwendung der "bestmöglichen Ausführung"sregel für die Verknüpfung der miteinander in Europa koexistierenden, aber konkurrierenden Marktplätze bestehen, sind nun "smart order-routing"-Anwendungen auf dem Markt, mit denen die Wertpapierhäuser die Kurse und Tiefe auf allen EU-Börsen und anderen wichtigen Marktplätzen überwachen können.

Zusammengenommen stellen diese Vorschläge einen wichtigen Meilenstein auf dem Weg zur Schaffung eines Regulierungssystems für einen integrierten, effizienten und anlegerfreundlichen EU-Finanzmarkt dar.

Auf die Hauptelemente der konkreten Vorschläge für die drei wesentlichen Kategorien von Auftragsausführungssystemen, die derzeit in der EU bestehen, wird nachfolgend kurz eingegangen.

II.3. Hochrangige Prinzipien für geregelte Märkte (Titel III)

Im Vorschlag werden der besondere Status und die Zulassungsregelung für geregelte Märkte beibehalten, die das Kernstück der derzeitigen ISD bilden und nun fest in allen Wertpapierrechtsvorschriften der Mitgliedstaaten verankert sind. Ein geregelter Markt umfasst nicht nur einen Marktplatz, auf dem der Handel und der Austausch von Finanzinstrumenten gemäß bestimmter Vorschriften organisiert sind, die unterschiedlichen Handelsmerkmalen Rechnung tragen. Es geht um Vielmehr: er beinhaltet eine breite Palette von Funktionen, stellt eine andere Organisationsform dar und deckt bestimmte Handelsmerkmale[xxvii] ab. Die Zulassung eines Instruments zum Handel auf einem geregelten Markt löst auch die Anwendung der Bestimmungen einer Reihe verbundener legislativer Maßnahmen aus. Unter Anerkennung dieser Überlegungen wird der Betrieb eines geregelten Marktes in der ISD als eine Tätigkeit behandelt, die ein gesondertes regulatorisches System rechtfertigt.

In der derzeitigen ISD sind eine begrenzte Reihe von Rechtsmerkmalen festgeschrieben, die von allen geregelten Märkten in der EU beachtet werden sollten. Diese noch nicht ausgereiften Aspekte reichen indes nicht aus, um eine gemeinsame Grundlage für die Regulierung/ Überwachung der wichtigsten EU-Finanzplätze zu bilden. Die geregelten Märkte werden immer europäischer, was die Anlegerbasis, die Mitgliedschaft und das Spektrum der zum Handel zugelassenen Instrumente betrifft. Die Marktbedingungen auf einem geregelten Markt werden von nun an unmittelbare und wichtige Auswirkungen für den Handel und die Marktteilnehmer auf anderen Märkten zeitigen[xxviii]. Vor diesem Hintergrund läuft man mit der Nichtfestlegung eines gemeinsamen Regulierungsrahmens Gefahr, das Ziel der Schaffung einer integrierten, wirksamen und ordnungsgemäß funktionierenden Handelsinfrastruktur einschneidend zu behindern.

Der Vorschlag schreibt den Mitgliedstaaten vor, einem "geregelten Markt" bestimmte spezifische Verpflichtungen aufzuerlegen, die er unter der Aufsicht einer designierten zuständigen Behörde zu erfüllen hat. Der dem "geregelten Markt" eingeräumte Spielraum, was die Konzeption seiner Handelsvorschriften, die Zugangsbedingungen und das "Sich-auf-den-geregelten-Markt-Verlassen" als erste Instanz für die Überwachung des Handels über seine Systeme betrifft, erfolgt in Anerkennung seiner Nähe zum Handel und seinem Eigeninteresse, wenn es um die Wahrung der Qualität der über seine Systeme abgewickelten Geschäfte geht.

Im Vorschlag zur Wertpapierdienstleistungsrichtlinie wird folglich versucht, eine Reihe von gemeinsamen hochrangigen Prinzipien für die Zulassung, die Regulierung und die Beaufsichtigung geregelter Märkte festzulegen, die folgende Aspekte betreffen:

- Festlegung der zuständigen Behörde und des anwendbaren Rechts (Artikel 34): Im Vorschlag wird versucht, die Unsicherheit in Bezug auf die zuständige Behörde zu beseitigen, unter deren ausschließliche Rechtsprechung die Tätigkeit des "geregelten Marktes" fallen wird. Damit wird verhindert, dass zu einem Kompetenzstreit bzw. zu Rechtsunsicherheit kommt, der bzw. die sich sehr schädigend auf die legale Endgültigkeit der auf einem Markt getätigten Geschäfte auswirken könnte.

- Aufnahme von Anforderungen für den Betreiber eines Marktes (Artikel 36): Diese Bestimmung sieht vor, dass das Führungspersonal geeignet und integer sein muss und dass ausreichende Finanzmittel vorhanden sein müssen, um die ordnungsgemäße Funktionsweise des Finanzmarktes sicherzustellen. Sobald feststeht, dass ein Marktbetreiber dieser Bestimmung genügt, wird er auch zum Betrieb eines MTF befugt sein, ohne eine weitere einschlägige Zulassung einholen zu müssen. Die Eignung und die Integrität des Marktteilnehmers und der zur Verfügung stehenden Mittel sollten mitberücksichtigt werden, wenn der Betreiber eines bereits etablierten geregelten Marktes einen anderen geregelten Markt in einem anderen Mitgliedstaat einrichten möchte.

- Definition organisatorischer Anforderungen für den "geregelten Markt" zwecks Gewährleistung seiner fairen, ordnungsgemäßen und transparenten Funktionsweise: Die entsprechenden einschlägigen Bestimmungen sind Gegenstand von Artikel 36 (Vorschriften für den Handel) und von Artikel 39 (Zugang der Teilnehmer zum Markt).

- Einführung umfassender vor- und nachbörslicher Transparenzanforderungen für auf dem Markt angezeigte Order/ Kurse und Einzelheiten zu getätigten Abschlüssen bei Aktiengeschäften:

  - Vorbörsliche Transparenz (Artikel 41): Es werden Order-ausgerichtete Systeme erforderlich sein, um einen Teil des Orderbuchs offenzulegen. Auf kursorientierten Märkten werden designierte "market-makers" benötigt, um Angaben für Geld-/Angebotskurse für einige bestimmte große Notierungen vornehmen zu können. Das Spektrum der zu veröffentlichenden Order/ Notierungen wird im Rahmen des Komitologieverfahrens festgelegt werden. Angesichts der Tatsache, dass die Anzeige umfangreicher Order bzw. großer Notierungen oder Notierungen illiquider Wertpapiere vorgeschrieben ist und die Marktteilnehmer davon abhalten könnte, diese Abschlüsse über einen geregelten Markt zu tätigen, finden diese Verpflichtungen auf derlei Abschlüsse keine Anwendung.

  - Nachbörsliche Transparenz (Artikel 42): Die "geregelten Märkte" werden den Kurs, das Volumen und den Zeitpunkt für sämtliche Abschlüsse mit Aktieninstrumenten zu veröffentlichen haben, die im Rahmen der Vorschriften und Systeme des Marktes auf vernünftiger kommerzieller Basis getätigt wurden. Die spätere Meldung von Einzelheiten zum Abschluss wird für Geschäfte mit großen Volumina und mit illiquiden Wertpapieren statthaft sein.

- Zulassung von Instrumenten zum Handel (Artikel 37): Mit dieser Bestimmung werden die hochrangigen Grundsätze festgelegt, denen zufolge ein geregelter Markt Instrumente zum Handel über seine Systeme zulassen kann und vorsieht, dass die detaillierten Durchführungsmaßnahmen, die diesen Grundsätzen Wirkung verleihen sollen, in Stufe 2 ausgearbeitet werden. Kurzum muss jeder geregelte Markt die allgemeinen Zulassungsbedingungen anwenden, die zuvor von den öffentlichen Behörden genehmigt wurden und darauf abzielen, die freie Begebbarkeit und die tatsächliche Abrechnung der Instrumente zu gewährleisten. Die Mindestbedingungen, die diese Instrumente erfüllen sollten, um diesen Anforderungen zu genügen, werden in Stufe 2 festgelegt. Diese Klärung gestattet eine Differenzierung zwischen den Produkten, die zum Handel in verschiedenen Marktsegmenten zugelassen sind, und soll die geregelten Märkte nicht davon abhalten, anspruchsvollere Zulassungsbedingungen für seine Marktsegmente zugrunde zu legen. Mit Artikel 37 soll auch ein Rechtsrahmen geschaffen werden, innerhalb dessen geregelte Märkte Instrumente zum Handel zulassen können, die in einer anderen Rechtsprechung konstituiert und emittiert wurden und bei denen der Markt Maßnahmen ergriffen hat, um

zu überprüfen, ob der Emittent die Erstoffenlegungs- und laufenden Offenlegungsanforderungen einhält.

- Aussetzung und Entfernung eines Instruments vom Handel (Artikel 38): Mit diesem Artikel werden die Umstände und Bedingungen festgelegt, unter denen die zuständige Behörde oder der geregelte Markt ein Instrument vom Handel aussetzen oder entfernen kann. Auch wird festgelegt, wie die Aussetzung oder die Entfernung eines Instruments von einem fragmentierten Marktplatz zu handhaben ist. Wenn eine zuständige Behörde beschließt, den Handel mit einem Instrument auszusetzen oder den Handel damit zu verbieten, ist dieser Beschluss unverzüglich auf den gesamten Handel in seiner Rechtsprechung anwendbar (d.h. auf geregelten Märkten, über MTF oder OTC bzw. mittels Internalisierung). Die zuständige Behörde hat zudem die zuständigen Behörden in den anderen Mitgliedstaaten über diese Aussetzung oder Entfernung eines Instruments vom Handel zu informieren.

II.4. Neue Hauptdienstleistung für "Multilaterale Handelssysteme" (*"Multilateral Trading Facilities"/(MTF)*

Der Vorschlag sieht die Einführung einer neuen Hauptwertpapierdienstleistung in Bezug auf den Betrieb eines MTF vor. Damit wird es den Instituten, die der Systeme betreiben, gestattet, als Wertpapierhaus unter Einhaltung der entsprechenden Aufsichtsregelung zugelassen zu werden. Die Zahl dieser Systeme nimmt ständig zu[xxix]. Ihre Funktionalität entspricht nicht direkt der der bestehenden Wertpapierdienstleistungen, und dies hat zu einer gewissen Unsicherheit hinsichtlich der zweckmäßigen Basis geführt, aufgrund deren derlei Systeme zugelassen und überwacht werden sollen. Die Anerkennung der MTF als eine neue Kategorie von Wertpapierhäusern soll die Wesensart dieses Geschäfts im Sinne der EU-Rechtsvorschriften klären und die Anwendung gemeinsamer regulatorischer Regeln gestatten, mit denen die (den Markt betreffenden) Risiken[xxx] abgedeckt werden. Auf dieser Grundlage wird es den MTF möglich sein, ihre Systeme und Dienstleistungen den Nutzern in der gesamten EU auf Basis der Herkunftslandzulassung anzubieten.

Die vorgeschlagene MTF-Definition stützt sich auf die ausführliche Analyse und die beiden Runden einer offenen Marktkonsultation, die vom Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden ("Committee of European Securities Regulators"/ (CESR) durchgeführt wurden. Die vorgeschlagene Definition deckt Systeme ab, die die multilaterale Offenlegung fester Order bzw. Interessenbekundungen zwischen den Systemnutzern sowie die Ausführung von Order vornehmen, die sich aus der Interaktion von Kauf-/Verkaufinteressen, die über das System zusammengeführt wurden, ergeben. Erfasst werden auch sogenannte "auction-crossing"-Systeme, bei denen die Order von Nutzern gegen einen von außerhalb des Systems übernommenen Referenzkurs ausgeführt werden. Den Systemen ist gemein, dass sie die autonomen Handelsentscheidungen der Systemnutzer unterstützen, ohne dass der Systembetreiber eingreifen muss, und dass sie Abschlüsse erleichtern bzw. selbst (gegen ein eigenes Handelbuch) an den Geschäften mit Systemnutzern teilnehmen. Dem Systembetreiber kommt bei der Vorauswahl, Empfehlungen oder sonstigen Zusammenführung von Handelsinteressen keine aktive oder diskretionäre Rolle zu. Vielmehr unterstützt und erleichtert das System die direkte Nutzerinteraktion mit anderen Systemnutzern. Diese Funktionalitätsform bedeutet, dass MTF viele Merkmale der Börsen besitzen und beinahe die gleichen aufsichtlichen Probleme wie geregelte Märkte aufwerfen. Aus diesem Grund wird vorgeschlagen, dass sich die aufsichtliche Behandlung im Rahmen der überarbeiteten Wertpapierdienstleistungsrichtlinie auf eine faire, ordnungsgemäße und transparente Organisation des Handels über derlei Systeme konzentriert.

Die vorgeschlagenen MTF-Verpflichtungen basieren auf den marktausgerichteten Grundsätzen, die für die Handelssystem-Funktionalität de geregelten Märkte gelten. Eingeflossen in hohem Maße sind auch die unlängst veröffentlichten CESR-Normen für "Alternative Handelssysteme" / (ATS). Die wesentlichen Bestimmungen des Vorschlags betreffen die folgenden Aspekte:

- Organisatorische Anforderungen für MTF (Artikel 13): Die MTF werden gehalten sein, transparente und objektive kommerzielle Kriterien bei der Zulassung von Nutzern zugrunde zu legen. Das voraussichtliche Nutzerpotenzial von MTF besteht in Marktteilnehmern, die bereit sind, auf eigenes Risiko hin und ohne den Schutz durch Bevollmächtigte zu handeln. Außerdem wird vorgeschrieben, die objektive, faire und rasche Handhabung von über das MTF zum Ausdruck gebrachten Handelsinteressen sicherzustellen.

- Vor- und nachbörsliche Transparenzverpflichtungen in Bezug auf Aktiengeschäfte, die über ein MTF zum Abschluss gebracht wurden (Artikel 27 und 28): Die Basisanforderungen sind dem Transparenzniveau angepasst, das für Handelsinteressen bei Aktiengeschäften vorgesehen ist, die über einen geregelten Markt getätigt oder auf diesem veröffentlicht wurden. Auch werden die Möglichkeiten für eine spätere Meldung der Abschlüsse und das Spektrum/ die Tiefe der vorbörslichen Offenlegung die gleichen sein wie bei den geregelten Märkten. "Auction-crossing"-Systeme und andere Kategorien von MTF, die nicht die vorherige Offenlegung fester Kursangaben vorsehen, können vom Anwendungsbereich der vorbörslichen Transparenzverpflichtungen ausgenommen werden.

- Abweichungen von den Vermittlungsverpflichtungen für Geschäfte, die über ein MTF abgeschlossen wurden (Artikel 22): Bei den Nutzern eines MTF handelt es sich um professionelle oder aktive Marktteilnehmer, die für eigene Rechnung und auf eigenes Risiko hin handeln und in der Lage sind, die Verantwortung für ihre Anlageentscheidungen zu übernehmen. Sie erwarten vom Betreiber eines MTF nicht, ihnen den Schutz eines Vermittlers zu bieten. Folglich sind die Wohlverhaltensregeln und sonstigen Anlegerschutzbestimmungen für diese Art des über ein MTF zum Abschluss gebrachten Handels nicht relevant. Deshalb ist im Vorschlag vorgesehen, dass MTF dazu angehalten werden, die Teilnahme auf "in Frage kommende Gegenparteien" zu beschränken. Mit dem Vorschlag sollen die MTF nicht gezwungen werden, freiwillig Nichtsystemnutzer zum Zwecke des Handels gegen einen Geld- oder Briefkurs zuzulassen, der infolge von Artikel 27 öffentlich angezeigt wird.

- Recht eines MTF auf Platzierung von Bildschirmen in anderen Mitgliedstaaten (Artikel 29): Parallel zu der Bestimmung, der zufolge geregelte Märkte Handelsbildschirme in anderen Mitgliedstaaten aufstellen oder dort andere Systeme betreiben können, die es den dort belegenen Fernteilnehmern gestatten, Zugang zum Handel auf einem geregelten Markt zu haben und über diesen Abschlüsse zu tätigen, wird vorgeschlagen, den Wertpapierhäusern, die ein MTF betreiben, im Rahmen der Dienstleistungsfreiheit ein ähnliches Recht einzuräumen, um den Fernteilnehmern in anderen Mitgliedstaaten zur Verfügung zu stehen.

Um sicherzustellen, dass diese neue Kategorie von Wertpapierhäusern die relevanten sich aus ihren Tätigkeiten ergebenden Risiken mit Kapital unterlegt hat, wird sie verpflichtet sein, das Anfangskapital und die zusätzlichen Eigenmittel zu halten, die in der Richtlinie 93/6/EWG des Rates über Kapitaladäquanz festgeschrieben sind. Bei den Eigenkapitalanforderungen und der Eigenkapitalausstattung ist den entsprechenden aufsichtlichen Entwicklungen in der EU

und in anderen internationalen Gremien Rechnung zu tragen, vor allem aber jenen, die sich auf die Kapitalkosten für das operationelle Risiko beziehen.

Im Vorschlag wird es nicht für zweckmäßig erachtet, obligatorische Zulassungsanforderungen für über ein MTF gehandelte Instrumente einzuführen. Ein MTF ist eine reine Handelsfunktionalität, bei der die Teilnehmer entscheiden können, mit welchen spezifischen Finanzinstrumenten sie handeln wollen. Wenn über ein MTF jedoch regelmäßig ein Instrument gehandelt wird, das auch auf einem geregelten Markt gehandelt wird, sollte das MTF die erforderlichen Maßnahmen ergreifen, um die Einhaltung der einschlägigen Bestimmungen des Gemeinschaftsrechts (d.h. Offenlegung) seitens des Instruments bzw. des Emittenten zu überprüfen.

II.5. Auftragsausführung durch Wertpapierhäuser

Im Vorschlag ist eine systematische Aktualisierung der Verpflichtungen für Wertpapierhäuser geplant, wenn sie Geschäfte außerhalb der Regeln und Systeme eines geregelten Marktes oder eines MTF tätigen. Diese Überprüfung stützt sich auf zwei unterschiedliche Überlegungen:

- So soll spezifischen Besorgnissen entgegen getreten werden, die sich auf mögliche Interessenkonflikte beziehen, die entstehen, wenn integrierte Wertpapierhäuser (Broker-Dealer) Kundenorder intern ausführen.

- Auch soll eine wirksame und angemessene Antwort auf Bedenken gegeben werden, denen zufolge die außerbörsliche Auftragsausführung durch Dealer bzw. Broker-Dealer die effiziente Kursbildung unterminieren und in der Folge die Strategien auf dem Gebiet der "bestmöglichen Ausführung" möglicherweise schwächen kann.

Interessenkonflikte bei die Internalisierung vornehmenden Brokern-Dealern

Die Diskussion um die "Internalisierung" hat den bereits ohnehin schon bekannten Interessenkonflikt wieder aufleben lassen, der entsteht, wenn Wertpapierhäuser die Funktionen von Broker und Dealer kumulieren[xxxi]. Die Ausführung von Kundenorder gegen die Eigenhandelspositionen des Wertpapierhauses wirft die Frage auf, ob sich die Anleger darauf verlassen können, dass ihre Interessen vorrangig behandelt werden, wenn die Broker-Dealer für eigene Rechnung handeln [xxxii] . Diese Bedenken verschärfen sich noch, wenn ein Wertpapierhaus Systeme und Verfahren einführt, mit denen die Zahl der gegen Eigenhandelspositionen oder andere Kundenorder ausgeführte Kundenorder maximiert wird.

Die Bewertung der Notwendigkeit zusätzlicher Überprüfungen und Kontrollen der Ausführung von Abschlüssen durch ein Wertpapierhaus muss dem Spektrum an anlegerorientierten Verpflichtungen Rechnung tragen, denen das Wertpapierhaus ohnehin genügen muss und die die Art und Weise festlegen, in der ein Wertpapierhaus seine Kundenorder ausführen kann. Die Vorschriften zur "bestmöglichen Ausführung" beinhalten, dass es einem Wertpapierhaus nicht beliebig freisteht, darüber zu befinden, wie es die Aufträge im Namen der Kunden ausführt. Dennoch vertritt die Kommission die Auffassung, dass die bestehenden Anlegerschutzbestimmungen noch erheblich zu verschärfen sind, um der Möglichkeit entgegenzuwirken, dass die Interessenkonflikte in Bezug auf integrierte Broker-Dealer-Häuser zum Nachteil ihrer Kunden ausfallen. Im Vorschlag zur neuen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie wird versucht, angemessene und wirksame Schutzmaßnahmen auf eine endgültige und feste Rechtsgrundlage zu stellen. Insbesondere wird dabei Folgendes vorgeschlagen:

- Einführung einer eigenen Bestimmung zu den Interessenkonflikten, die u.a. jene abdeckt, die im Zusammenhang mit integrierten Broker-Dealer-Häusern entstehen (Artikel 16). Mit der Bestimmung soll sichergestellt werden, dass die Wertpapierhäuser so organisiert sind, dass die Kundeninteressen nicht negativ durch Interessenkonflikte zwischen dem Broker- und dem Dealer-Geschäft des Hauses beeinflusst werden. Broker-Dealer werden gehalten sein, die Interessenkonflikte auf eine Art und Weise auszumachen, zu verhindern oder sonstwie zu handhaben, dass sie die Kundeninteressen nicht negativ beeinflussen. In Stufe 2 sollen dann rechtlich verbindliche Durchführungsmaßnahmen eingeführt werden, die die Art der administrativen und organisatorischen Vorkehrungen spezifizieren, die die Broker-Dealer treffen müssen.

- Verstärkung der Bestimmungen zur "bestmöglichen Ausführung" (Artikel 19): Die Wertpapierhäuser werden verpflichtet sein, nachzuweisen, dass sie die bestmöglichen Anstrengungen unternommen haben, um für den Kunden den besten Abschluss zu erzielen. Diese Vorschrift beschränkt die Möglichkeiten der internen Ausführung auf Situationen, in denen die Bedingungen erfüllt oder verbessert werden, zu denen der Kundenauftrag auf einem geregelten Markt oder einem weitergehenden Markt zum Abschluss gebracht werden kann.

- Einführung von Vorschriften zur Bearbeitung von Kundenaufträgen (Artikel 20): Mit diesen Vorschriften soll gewährleistet werden, dass die Kundenaufträge rasch und gemäß objektiver Regeln für Vorrang und Priorität bearbeitet werden. Infolgedessen muss das Wertpapierhaus aktive Schritte in die Wege leiten, um die Ausführung von Kundenorder zu erleichtern und sicherzustellen, dass die Kundeninteressen nicht negativ durch Eigeninteressen des Wertpapierhauses oder eine nachlässige Bearbeitung von seiner Seite beeinflusst werden. Auch wird vorgeschlagen, dass Kunden-Limit-Order, die das Wertpapierhaus nicht selbst zu den spezifischen Bedingungen ausführen kann, auf einem weitergehenden Markt bearbeitet werden.

Außerbörsliche Auftragsausführung und effiziente Kursbildung[xxxiii]

Transparenzvorschriften sind das wichtigste Mittel, mit dem die Effizienz der Kursbildung untermauert und die "bestmögliche Ausführung" in einem Umfeld gewahrt wird, in dem die Auftragsausführung über eine Reihe von Märkten und Systemen in der gesamten EU abläuft. Kursgebote und Einzelheiten zu außerbörslichen Abschlüssen durch Wertpapierhäuser können auch Informationen umfassen, die für die anderen Marktteilnehmer bei der Bewertung von Instrumenten wichtig sind. Eine kritische Frage ist deshalb, in welchem Maße und in welcher Form Transparenzverpflichtungen bei der außerbörslichen Auftragsausführung durch Wertpapierhäuser vorgeschrieben werden sollten. Die Grundüberlegung ist, dass vor- und nachbörsliche Transparenzvorschriften auf die außerbörsliche Auftragsausführung durch Wertpapierhäuser angewandt werden sollten, solange nicht andere Erwägungen - Kompensierung mit der Liquiditätsbereitstellung, Einhaltungskosten - die Vorteile überwiegen. In den nachfolgenden Abschnitten werden die Schlussfolgerungen beleuchtet, die die Kommission zu der Frage gezogen hat, ob und/oder wie die neue Richtlinie den Wertpapierhäusern Transparenzverpflichtungen vorschreiben sollte.

(a). Nachbörsliche Transparenzverpflichtungen (Artikel 26)

Vor dem Hintergrund des globalen Wettbewerbs zwischen Märkten und Handelssystemen und der wachsenden Bedeutung des parallelen Handels mit erstklassigen Wertpapieren können nachbörsliche Transparenzverpflichtungen eine wichtige Rolle bei der Wiederherstellung der Liquidität und der Verknüpfung unterschiedlicher Marktplätze spielen.

Die rasche Veröffentlichung von Einzelheiten zu Kurs und Volumen getätigter Abschlüsse wird professionellen Marktarbitrageuren gestatten, die Liquidität in Reaktion auf die beobachteten Geld- und Briefkurse zwischen den verschiedenen Marktplätzen hin und her zu schieben. Transparenzvorschriften, die über das beträchtliche und wachsende Volumen des außerbörslichen Handels bzw. die MTF-Handels hinwegsehen, werden *per definitionem* bruchstückhaft im Anwendungsbereich und nicht optimal in der Auswirkung sein.

Deshalb wird vorgeschlagen, eine Verpflichtung für alle Wertpapierhäuser einzuführen, die Abschlüsse mit Aktieninstrumenten tätigen (sobald diese zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind), öffentlich und soweit wie möglich in Echtzeit den Kurs und das Volumen getätigter Abschlüsse darzulegen. Die Möglichkeit für eine spätere Meldung großer Abschlüsse oder Abschlüsse mit illiquiden Wertpapieren ist ebenfalls vorgesehen, um den Händlern zu gestatten, große Positionen aufzulösen, bevor die Existenz ihrer Gefährdung den anderen Marktteilnehmern bekannt wird. Durch die Gestattung einer späteren Meldung großer Abschlüsse vermeiden die vorgeschlagenen nachbörslichen Transparenzvorschriften, dass Eigenhandelspositionen gefährdet werden; zudem wird jeglicher Konflikt mit der Liquiditätsbereitstellung eingeschränkt.

Den Wertpapierhäusern wird eine beträchtliche Flexibilität in Bezug auf die Vorkehrungen eingeräumt, mittels deren sie dieser Vorschrift nachkommen können. Eine grundlegende Verpflichtung ist, dass sie die Einzelheiten zu den getätigten außerbörslichen Abschlüssen jedem geregelten Markt melden, dem sie angehören (und mit dem sie bereits einen gegenseitigen Datenaustausch etabliert haben). Wenn derartige Verbindungen erst einmal bestehen, können sie Wertpapierhäusern dabei helfen, die Abschlüsse zu geringen Kosten zu melden.[xxxiv]

(b). Vorbörsliche Transparenzverpflichtungen

Bei der Vorbereitung des Vorschlags zur Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie haben die Kommissionsdienststellen die Vorschrift vorbörslicher Transparenzverpflichtungen für außerbörsliche Geschäfte von Wertpapierhäusern sorgfältig erwogen. Der Grund für die Abwägung einer solchen Verpflichtung rührt von der Annahme her, dass eine Maximierung des Flusses der Handelsinformationen für die Marktteilnehmer den Kursbildungsprozess beschleunigen wird. Aus der Sicht der "bestmöglichen Ausführung" oder der effizienten Kursbildung reicht es nicht aus, die Bedingungen zu kennen, zu denen der letzte Abschluss getätigt wurde. Die Tatsache, dass ein bestimmter Handelsplatz für den letzten Abschluss die bestmöglichen Bedingungen bot, garantiert den Marktteilnehmern und den Anlegern nicht, dass dies auch beim nächsten Abschluss der Fall ist. Vor dem Hintergrund der Verpflichtung zur absoluten "bestmöglichen Ausführung" könnten Marktteilnehmer und Anleger vom Zugang zu Informationen über alle aktuellen Handelsmöglichkeiten profitieren, d.h. nicht nur jenen, die auf geregelten Märkten und MTF verfügbar sind. Die Wertpapierhäuser können bei der Bearbeitung von Anlegerorder oder mittels der Veröffentlichung von Notierungen für andere Marktteilnehmer Informationen haben oder erzeugen, die die Gesamtmarktbewertung eines bestimmten Instruments beeinflussen könnten.

In Anbetracht der fundamentalen Unterschiede zwischen dem bilateralen Handel und der Auftragsausführung durch Wertpapierhäuser und Börsen können die vorbörslichen Transparenzverpflichtungen, die für geregelte Märkte und MTF konzipiert sind, nicht direkt auf Dealer oder Broker-Dealer extrapoliert werden. Die mittels eines öffentlichen Auftragsbuchs ausgedrückten Handelsinteressen sind den anderen Marktteilnehmern folglich bekannt. Dies ermöglicht eine breitere Offenlegung jener Handelsinteressen, die auszuführen

sind, ohne dass man sich unnötigerweise über mögliche Auswirkungen auf die Eigenhandelspositionen der Marktteilnehmer Sorge machen muss. Das Gleiche gilt jedoch nicht für Dealer, deren Fähigkeit zur Ausübung ihrer Tätigkeit vollständig mit der zur Abgabe von Notierungen auf einer selektiven oder diskretionären Basis verbunden ist. Aus der Sicht der Liquiditätsbeschaffung wäre es kontraproduktiv, Wertpapierhäuser dazu zu verpflichten, ausführliche Einzelheiten ihres Handelsbuchs dem breiteren Markt offenzulegen.

Angesichts dieser Überlegungen schlägt die Kommission vor, vorbörsliche Transparenzverpflichtungen für Wertpapierhäuser in Form von Offenlegungsvorschriften für Kunden-Limit-Orders (Artikel 20 Absatz 2) und für die Kurse bei auf Aktien in einer Grösse, wie sie Kleinaktionäre ordern (Artikel 25) einzuführen.

Die unverzügliche Offenlegung der Kunden-Limit-Order wird ein Wertpapierhaus verpflichten, unverzüglich die Kunden-Limit-Order zu veröffentlichen, die es nicht selbst zu dem spezifischen Kurs ausführen kann oder will. Limit-Order sind ein besonders wirksames Kurssignal, da sie klar den genauen Wert spezifizieren, den der Anleger dem Geschäft beimisst. Auf einigen Märkten sind Limit-Order bereits durchaus normal oder sie werden zu einer vorherrschenden Form, in der Anlegerorder ausgedrückt werden. Rund 62,9% der Order bei kleinen Geschäften von weniger als 5000 Anteilen im CAC 40-Aktienindex von Euronext Paris (September 2001) hatten die Form von Limit-Ordern. Dieser Anteil steigt noch proportional in dem Maß, in dem das Volumen von Geschäften[xxxv] zunimmt.

Mit der Offenlegungsvorschrift für Kunden-Limit-Order wird gewährleistet, dass Wertpapierhäuser anderen Marktteilnehmern keine kursrelevanten Informationen vorenthalten, die in den Bedingungen eines nichtausgeführten Kunden-Limit-Auftrags verankert sind. Mit der Vorschrift soll sichergestellt werden, dass diese Informationen so veröffentlicht werden, dass die einschlägigen Informationen den anderen Marktteilnehmern und dem Marktplatz als Ganzem unmittelbar und leicht zugänglich sind. Gestattet ist ebenfalls die Nichtoffenlegung von Limit-Ordern in Bezug auf große Geschäfte oder auf Ersuchen des Kunden. Ein Wertpapierhaus wird auch nicht daran gehindert, ein Geschäft intern abzuschließen, sofern dies unverzüglich erfolgt, so dass der Kunde in den Genuss der schnellstmöglichen Ausführung kommt und sofern er zuvor seine Zustimmung dazu gegeben hat. Angesichts der immer größeren Bedeutung von Limit-Ordern und ihrer Stellung als Quelle kursrelevanter Informationen stellt die Offenlegungsvorschrift für Kunden-Limit-Order eine wichtige Schutzmaßnahme für die globale Markteffizienz dar.

Außerdem schlägt die Kommission vor, eine Verpflichtung für Wertpapierhäuser, die ein Handelsbuch haben, einzuführen, damit Geld- und Briefkurse für eine bestimmte Transaktionsgrösse bei den liquidsten Anteile veröffentlicht werden ("Kursnotierungs"-Vorschrift). Diese Bestimmung spiegelt die grundsätzliche Ausrichtung zugunsten einer Maximierung des Volumens der Information über Transaktionen wider. Der gesamte Preisbildungsprozess und die wirksame Durchsetzung der Regel der „bestmöglichen Ausführung“ würde gestärkt, wenn (große) Händler und Broker verpflichtet sind, die Bedingungen, unter denen sie bereit sind, Transaktionen abzuschließen, offenzulegen.

Eine solche Regel gibt den anderen Marktteilnehmern einen Hinweis auf die Bedingungen, zu denen ein Wertpapierhaus bereit ist, Geschäfte für die spezifische Transaktionsgröße bei dem besagten Anteil zu tätigen. Damit werden die Informationen zu den aktuellen Handelsmöglichkeiten ausgeweitet, und noch mehr Ausführungsmöglichkeiten können als "bestmögliche Ausführung" betrachtet werden. Im Falle von Brokern-Dealern, die Kundenorder internalisieren, wären diese Häuser auch gezwungen, einige Vorabangaben zu

den Bedingungen zu machen, zu denen sie in der Lage sind, Kunden-"Markt-Order" zusammenzuführen (Aufträge zur Ausführung zum bestmöglichen Kurs).

Wie oben ausgeführt kann eine Verpflichtung zur Offenlegung des Kurses verhindern, dass die Positionen von Händlern so stark gefährdet werden, dass sie nicht mehr gewinnbringend mit ihren Positionen abschließen können und den Anreiz verlieren, als permanente Liquiditätsquelle auf dem Markt aufzutreten. Nach einer Untersuchung der theoretischen und empirischen Daten zu den US-amerikanischen Erfahrungen scheint sich die Befürchtung, dass eine vorbörsliche Transparenzregelung die Versorgung mit Liquidität behindert, nur für umfangreiche Geschäfte oder Abschlüsse mit einer großen Zahl illiquider Wertpapiere zu bewahrheiten. Eine angemessen ausgelegte vorbörsliche Transparenzregelung scheint Händler und Marketmaker nicht davon abzuhalten, den Markt weiter mit Liquidität zu versorgen und dabei Gewinne zu erwirtschaften. Die *SOES*-Regeln (*small order execution system*) des US-amerikanischen Verbands der Wertpapierhändler *NASD* sind ein praktisches Beispiel dafür, wie Regeln für die Notierung angelegt werden können, die die Offenlegung der Kurse ab einem bestimmten Kursvolumen vorschreiben und dabei verschiedene Liquiditätsniveaus der betroffenen Aktien berücksichtigen[xxxvi]. Aus den US-amerikanischen Erfahrungen über die Offenlegung von Kursen heraus wird vorgeschlagen, die zwingende Kursoffenlegungspflicht auf Transaktionen zu beschränken, die Ordergrössen für Kleinaktionäre im Hinblick auf sehr liquide Aktien betreffen. Auf diese Art und Weise sollte kein grösseres Hindernis für den Eigenhandel von Banken bestehen.

Durch die Einführung einer Kursoffenlegungspflicht entstehen den Wertpapierhäusern im Zusammenhang mit der Kursveröffentlichung Einhaltungskosten. Die Wertpapierhäuser werden insbesondere dafür Sorge tragen müssen, dass die von ihnen vertretenen Geld- und Briefkurse laufend und in Echtzeit sichtbar und den Marktteilnehmern zugänglich sind – vorzugsweise mit Hilfe von Systemen, die die Kurse möglichst vieler Wertpapierhäuser konsolidieren. Die Einhaltungskosten werden durch die Festlegung eines geeigneten Anwendungsbereichs der Offenlegungspflicht und entsprechender Meldemethoden minimiert. Die vorgeschlagene Kursoffenlegungsverpflichtung erlaubt auch eine Ausnahme für kleine Händlern, bei denen es unwahrscheinlich ist, dass ihre Beiträge für die Liquidität oder den Kursbildungsprozess besonders ausschlaggebend wären.

II.6. Schlussfolgerungen zur Regulierung der Auftragsausführung

Mit der vorgeschlagenen Änderung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie soll ein Rechtsrahmen geschaffen werden, in dem die Verpflichtungen auf das jeweilige Risikoprofil der verschiedenen Marktteilnehmer zugeschnitten sind, und der die Wechselwirkungen zwischen verschiedenen Handelsformen in Bezug auf Wettbewerb und regulatorische Bestimmungen berücksichtigt, damit die globale Markteffizienz gewahrt bleibt. In der folgenden Tabelle sind die wichtigsten Merkmale dieses Regulierungssystems zusammengefasst.

Tabelle: Übersicht über die Bestimmungen für verschiedene Arten der Auftragsausführung

	Markt-integrität	*Handels-prozesse*	*Interessen-konflikte bei Ausführung von Kunden-aufträgen*	*Best-mögliche Ausführung* (best execution)	*Nachbörsliche Informationen*	*Vorbörsliche Informationen*
Ge-regelter	Markt-überwachung	Vorherige Zulassung	gegenstands-los	gegenstands-los	Umfassende Meldung	Angabe der Tiefe/Spanne

Markt		durch Aufsichts-behörde			sämtlicher Geschäfte des Marktes Zurückstellung großer Abschlüsse	– nicht bei großen illiquiden Abschlüssen
MTF	Erkennung und Meldung atypischer Abschlüsse	Vorherige Zulassung durch Aufsichts-behörde	gegenstands-los	gegenstands-los	Wie bei geregelten Märkten	Wie bei geregelten Märkten
Händler	Einhaltung der Markt-missbrauchs-richtlinie	gegenstands-los	gegenstands-los	gegenstands-los	Wie bei Abschlüssen auf geregelten Märkten	Kursveröffent-lichung für grosse Händler
Broker-Dealer	Einhaltung der Markt-missbrauchs-richtlinie	Vorschriften für die Bearbeitung von Kunden-aufträgen	Organisato-rische und verwaltungs-technische Be-stimmungen	Verschärfte Ver-pflichtung	Wie bei Abschlüssen auf geregelten Märkten	Veröffentlichu ng der Behandlung von Kundenordern und der Kurse für grosse Broker/Dealer
Makler	Einhaltung der Markt-missbrauchs-richtlinie	(bestimmte) Vorschriften für die Bearbeitung von Kunden-aufträgen	gegenstands-los	Verschärfte Ver-pflichtung	Wie bei Abschlüssen auf geregelten Märkten	gegenstands-los

ABSCHNITT III. ANLEGERSCHUTZ UND VORSCHRIFTEN FÜR WERTPAPIERHÄUSER (TITEL II)

Die vorgeschlagene Richtlinie wird für Wertpapierhäuser mit Niederlassung in der EU die Erstzulassung und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit harmonisieren. Die entsprechenden Bestimmungen bringen für Anleger/Kunden, die Wertpapierhäuser für Beratungsdienste, für ein Tätigwerden auf dem Markt in ihrem Namen oder für die Verwaltung ihrer persönlichen Anlagebestände in Anspruch nehmen, ein hohes Maß an Schutz mit sich. Die Kunden solcher Wertpapierhäuser sollten darauf bauen können, dass Häuser, die in der EU ordnungsgemäß zugelassen sind, unabhängig vom Ort ihrer Zulassung mit Sorgfalt agieren und ihre Interessen wahrnehmen. Soweit diese Voraussetzungen gegeben sind, sollten ordnungsgemäß zugelassene Wertpapierhäuser aufgrund ihrer Zulassung im Herkunftsmitgliedstaat und der laufenden Beaufsichtigung durch ihre Herkunftslandbehörde ihre Dienstleistungen auch Kunden in anderen Mitgliedstaaten anbieten können.

Die Bestimmungen der derzeitigen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie reichen zur Erreichung dieses zweifachen Ziels nicht aus:

– die Anlegerschutzvorschriften der aktuellen Richtlinie sind nicht mehr zeitgemäß. Sie reichen nicht aus, um den vielfältigen Interessenkonflikten, die auftreten, wenn Wertpapierhäuser unter einem Dach für Rechnung der Kunden und auf eigene Rechnung

ein breiteres Spektrum an Tätigkeiten ausführen, entgegenzuwirken. Sie verpflichten die Wertpapierhäuser nicht, das wachsende Angebot an Auftragsausführungssystemen auch tatsächlich für ihre Kunden zu nutzen. Ziel des vorliegenden Vorschlags ist es, die Bestimmungen über die Zulassung und laufende Beaufsichtigung von Wertpapierhäusern systematisch zu überarbeiten, um diese Schwachstellen zu beseitigen;

- die derzeitige Richtlinie liefert nicht den Grundstock an harmonisierten Anlegerschutzvorschriften, die zur Förderung der gegenseitigen Anerkennung der Zulassung und der betrieblichen Anforderungen erforderlich sind. Eine Kombination aus allzu allgemeinen Grundsätzen, denen keinerlei Leitlinien für die Praxis an die Seite gestellt werden und die durch weitreichende, mit "Allgemeininteresse" begründete Ausnahmeregelungen unterlaufen werden, hat die Möglichkeit der Wertpapierhäuser, die ihnen nach dem EG-Vertrag zustehenden Freiheiten auf der Grundlage der Beaufsichtigung ihrer Herkunftslandbehörde wahrzunehmen, eingeschränkt. Im Zuge der derzeitigen Überarbeitung wird vorgeschlagen, ein hohes Maß an Anlegerschutz in der Richtlinie zu verankern und auf dieser Grundlage klarzustellen, dass Wertpapierhäuser, die ungehindert Dienstleistungen in anderen Mitgliedstaaten erbringen, lediglich der Kontrolle der Aufsichtsbehörde ihres Herkunftslands unterliegen.[xxxvii]

Um die genannten Schwachstellen zu beseitigen, wird im Vorschlag eine weit reichende Modernisierung und Stärkung der Rechte und Pflichten der Wertpapierhäuser ins Auge gefasst: der Pflichten, die Wertpapierhäuser erfüllen müssen, wenn sie Dienstleistungen für Kunden erbringen oder auf dem Markt tätig werden, und der Rechte, die für Wertpapierhäuser mit einer Zulassung im Rahmen der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie verbunden sind. Die dazugehörigen Bestimmungen umfassen:

- die Bedingungen für die Erstzulassung, einschließlich organisatorischer Anforderungen (Artikel 4 bis 14);

- allgemeine Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, einschließlich der Ermittlung und des Managements von Interessenkonflikten (Artikel 15 bis 17);

- Pflichten der Wertpapierhäuser bei der Erbringung von Dienstleistungen für ihre Kunden, einschließlich Wohlverhaltensregeln, Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung und Vorschriften für die Bearbeitung von Kundenaufträgen (Artikel 18 bis 22);

- die Verpflichtung zur Wahrung von Markteffizienz und -integrität einschließlich Transparenz (Artikel 23 bis 28);

- die Rechte von Wertpapierhäusern (Artikel 29 bis 32).

In diesem Abschnitt werden die wichtigsten inhaltlichen Änderungen der Anlegerschutzvorschriften dargelegt. Die Verpflichtung von Wertpapierhäusern, außerbörsliche Geschäfte nachträglich bekannt zu machen, wurde im vorangegangenen Abschnitt ausführlich erörtert und wird hier nicht erneut diskutiert.

III.1. Angemessene Kapitalausstattung (Artikel 11 & 17)

Wie in der bestehenden Richtlinie ist auch in der geänderten Fassung die Einhaltung der in der Richtlinie 93/6/EWG vorgeschriebenen Anfangs- und laufenden Kapitalausstattung eine Voraussetzung für die Zulassung und die Tätigkeit als Wertpapierhaus.

Im Vorschlag zur Änderung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie wird auch eine Änderung der Kapitaladäquanzrichtlinie ins Auge gefasst, um klarzustellen, dass Wertpapierhäuser, die ausschließlich in der Anlageberatung tätig sind, von der Verpflichtung der Kapitaladäquanzrichtlinie ausgenommen werden sollen. Dies wird mit Artikel 62 erreicht, wonach Artikel 2 Absatz 2 der Richtlinie 93/6/EWG um einen vierten Spiegelstrich erweitert werden soll, demzufolge Wertpapierhäuser, deren Zulassung nur die Anlageberatung umfasst, nicht als Wertpapierfirmen im Sinne der Kapitaladäquanzrichtlinie anzusehen sind. Diese Sonderbehandlung von Anlageberatern in der Kapitaladäquanzrichtlinie kommt zu der bestehenden Ausnahme für Wertpapierhäuser, die Kundenaufträge erhalten und weiterleiten, ohne aber Gelder oder Vermögenswerte in ihrem Namen zu halten, hinzu.

Eine Sonderbehandlung in Bezug auf die Kapitalanforderungen lässt sich durch die Tatsache rechtfertigen, dass diese Unternehmen für andere Marktteilnehmer kein Gegenparteiausfallrisiko oder Systemrisiko darstellen, und dass die Kunden bei Inanspruchnahme ihrer Beratungsleistungen nicht Gefahr eines unmittelbaren Verlusts ihrer Mittel oder Vermögensgegenstände laufen. Das aus aufsichtsbehördlicher Sicht größte Risiko bei dieser Tätigkeit ist das rechtliche/operationelle Risiko, das auftreten könnte, wenn das Wertpapierhaus bei Anlageempfehlungen an Einzelkunden keine angemessene Sorgfalt walten lässt. Um diese Risiken einzudämmen und die Unternehmen in die Lage zu versetzen, Schäden, die einem Kunden aufgrund unangemessener Ausübung dieser Tätigkeit entstehen, zu ersetzen, sollen diese Unternehmen dem Vorschlag zufolge zum Abschluss einer Berufshaftpflichtversicherung verpflichtet werden. Diese Verpflichtung und die Deckungsbeträge dieser Berufshaftpflichtversicherung basieren auf den einschlägigen Bestimmungen der Versicherungsvermittlungsrichtlinie.

Im Zuge der derzeitigen Überarbeitung der Eigenkapitalanforderungen arbeitet die Kommission an Vorschlägen zur Änderung der aktuellen Regelung. Dabei wird sie der Situation risikoarmer Wertpapierhäuser, einschließlich Anlageberater, in vollem Umfang Rechnung tragen.

III.2. Interessenkonflikte (Artikel 16)

Die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie muss dringend um eine Bestimmung erweitert werden, mit der der wachsenden Zahl von Fällen, in denen die unterschiedlichen Interessen des Wertpapierhauses, seiner Führungskräfte und Beschäftigten möglicherweise im Widerspruch zu denen seiner Kunden stehen, begegnet werden kann. Das zunehmende Spektrum an Tätigkeiten, das zahlreiche Wertpapierhäuser und Banken unter einem Dach vereinen, hat das Potenzial an Interessenkonflikten zwischen diesen Tätigkeiten und denen der Kunden anwachsen lassen. Dies hängt mit der Zunahme von Anreizen und der begründeten Sorge um Konflikte zwischen Kunden zusammen. Die uneinheitliche Behandlung von Interessenkonflikten im Rahmen der bestehenden Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ermöglicht es nicht, diese für den Schutz der Kunden zentralen Fragen kohärent und wirkungsvoll in Angriff zu nehmen.

Die Aufnahme einer gesonderten Bestimmung, wonach im Komitologieverfahren detaillierte Durchführungsmaßnahmen ausgearbeitet werden können, wird den Regulierungsbehörden die Möglichkeit geben, auf bestimmte Arten von Interessenkonflikten, die besonderer Aufmerksamkeit bedürfen, abgestimmt und gezielt zu reagieren. Dies würde ein gezieltes Vorgehen u.a. gegen Konflikte ermöglichen, die beispielsweise aus der Kumulierung von Finanzanalyse-/Forschungs- und Makler- oder Zeichnungs-/Platzierungstätigkeiten resultieren.

Mit der vorgeschlagenen Bestimmung sollen Wertpapierhäuser dazu verpflichtet werden, zunächst die im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit auftretenden Interessenkonflikte, die den Interessen ihrer Kunden abträglich sein könnten, zu ermitteln und im Anschluss daran entweder

- dafür zu sorgen, dass diese Interessenkonflikte nicht zu Lasten der Kunden gehen, oder

- organisatorische und administrative Vorkehrungen zu treffen, mit denen diese Interessenkonflikte so gehandhabt werden können, dass die Interessen der Kunden keinen Schaden nehmen.

Nicht vorgeschrieben wird dagegen, welche Art organisatorischer oder administrativer Maßnahmen zu diesem Zweck als angemessen anzusehen ist, oder auf welchem Wege diese Interessenkonflikte gegebenenfalls offenzulegen sind. Zur Klärung dieser Fragen sollen auf Stufe 2 ausführliche Durchführungsmaßnahmen erlassen werden.

In Fällen, in denen ein Wertpapierhaus versucht hat, Interessenkonflikte auf organisatorischem Wege zu lösen, aber nicht mit ausreichender Gewissheit davon ausgegangen werden kann, dass diese den Interessen von Kunden tatsächlich nicht mehr entgegenstehen, soll das Unternehmen dem Kunden den verbleibenden Interessenkonflikt offen legen. Diese Offenlegung kann - falls angemessen oder notwendig - allgemeiner Art sein.

III.3. Wohlverhaltensregeln für die Erbringung von Dienstleistungen für Kunden (Artikel 18)

Wohlverhaltensregeln zählen zu den wichtigsten Säulen des Anlegerschutzes. Die Umsetzung der derzeitigen Bestimmung wurde dadurch behindert, dass die Auslegung der wichtigsten Begriffe (professioneller Anleger/Kleinanleger) unklar und die Rolle der Herkunfts- und Aufnahmelandbehörden bei der Durchsetzung dieser Regeln unscharf war, es Überschneidungen mit Fragen der Marktintegrität gab und nicht durchführbare Tests vorgesehen waren ("Transparenz"). Die Bestimmung wurde umfassend überarbeitet, um die rudimentären und unklaren Grundsätze der bestehenden Richtlinie zu verbessern. Bei dieser Neufassung der Grundprinzipien wurde den kürzlich vom AEWRB angenommenen Standards für den Anlegerschutz in vollem Umfang Rechnung getragen.

Eines der Hauptziele dieser Überarbeitung bestand darin, eine klare und rechtsverbindliche Anleitung für die Umsetzung dieser Grundprinzipien zu ermöglichen. Zu diesem Zweck sieht die Bestimmung die Festlegung gemeinsamer Wohlverhaltensregeln im Wege des Komitologieverfahrens vor. Bei der Anwendung dieser detaillierten Regeln soll zwischen verschiedenen Dienstleistungen und zwischen professionellen und Kleinanlegern unterschieden werden, die bei Vermittlungsgeschäften unterschiedliche Arten und ein unterschiedlich hohes Maß an Schutz benötigen. In Anhang 2 des Vorschlags werden die Kriterien und Verfahren festgelegt, nach denen bestimmt wird, wann ein Kunde als "professioneller Kunde", für den die weniger strikten Wohlverhaltensregeln gelten, eingestuft werden kann. Diese Einstufung beruht auf den Arbeiten, die der AEWRB in Konsultation mit Marktspezialisten durchgeführt hat. Auch bei der Anwendung der detaillierten Durchführungsvorschriften soll nach Wertpapier- und Nebendienstleistungen und/oder Dienstleistungen unterschiedlichen Umfangs (wie Portfolio-Management oder Beschränkung auf die Ausführung) oder unterschiedlichen Instrumenten differenziert werden.

In Bezug auf die Tätigkeiten von Zweigstellen wird vorgeschlagen, dass die Behörde des Aufnahmemitgliedstaats für die Durchsetzung der Wohlverhaltensregeln verantwortlich sein soll, da diese der Zweigstelle am nächsten ist und Verstöße gegen Vorschriften für Geschäfte zwischen Wertpapierhaus und Kunden besser aufdecken und ahnden kann. Werden Geschäfte zwischen Wertpapierhaus und Kunden auf Ebene der Zweigstelle verwaltet, so bedeutet dies, dass das Wertpapierhaus keine Schwierigkeit darin sieht, in diesem Bereich mit den Behörden des Aufnahmemitgliedstaates zusammenzuarbeiten.

III.4 Bestmögliche Ausführung (Artikel 19)

Wertpapierhäuser wirksam zur "bestmöglichen Ausführung" zu verpflichten, kann dazu beitragen, dass eine Aufsplitterung des Handels auf verschiedene Handelsplätze den Kunden eher nützt als schadet. Eine auf "bestmögliche Ausführung" gerichtete Strategie wird dafür sorgen, dass Wertpapierhäuser die Handelsbedingungen einer Reihe von Handelsplätzen prüfen und bei der Suche nach den für ihre Kunden günstigsten Konditionen "intelligente" Orderrouting-Techniken nutzen. Dies wird den Wettbewerb zwischen Maklern im Hinblick darauf erhöhen, die Qualität der Ausführung zu verbessern und letztendlich dem Anleger zugute kommen. Dies dürfte die Maklerdienste gegenüber der derzeitigen Praxis, wonach die Wertpapierhäuser lediglich den auf dem lokalen geregelten Markt vorherrschenden Preis erzielen müssen, für die Kunden verbessern.

Regeln für die "bestmögliche Ausführung" sind auch aus der weiteren Sicht der Markteffizienz von Bedeutung. So müssen für einen funktionierenden integrierten Finanzmarkt Order zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten reibungslos, ungehindert und unmittelbar über Grenzen hinweg aufeinander reagieren können. Verpflichtet man die Wertpapierhäuser dazu, die Handelsbedingungen auf einer angemessenen Zahl von Handelsplätzen zu prüfen und ihre Aufträge an die Orte mit den besten Kursen weiterzuleiten, stellt man dadurch sicher, dass die Liquidität rasch auf Kursunterschiede reagiert. Eine auf "bestmögliche Ausführung" gerichtete Strategie wird somit erfolgreich dazu beitragen, dass die Liquidität an die effizientesten und wettbewerbsfähigsten Handelsplätze fließt und einen insgesamt effizienten Markt garantiert.

Vor diesem Hintergrund liegt eines der Hauptziele der Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie in der Einführung einer gesonderten Bestimmung, in der die Pflichten von Maklern/Broker-Dealern zur "bestmöglichen Ausführung" festgelegt werden. Im ersten Teil der Bestimmung werden alle Wertpapierhäuser, die im Namen von Kunden handeln, verpflichtet, angemessene Sorgfalt im Hinblick darauf walten zu lassen, dass der Auftrag zu den für den Kunden günstigsten Konditionen ausgeführt wird. Es wird ein allgemeiner Maßstab festgelegt, anhand dessen die Ausführung von Kundenaufträgen in Fällen beurteilt werden kann, in denen Geschäfte mit dem betreffenden Instrument potenziell auf verschiedenen Handelsplätzen geschlossen werden. Dieser Maßstab ist in erster Linie der für den Kunden beste Nettokurs. Darüber hinaus können jedoch noch weitere Faktoren, die der optimalen Bearbeitung eines Auftrags abträglich sein können, wie Bearbeitungsdauer und Auftragsumfang, einbezogen werden. Dies könnte vor allem für professionelle Kunden mit größeren Ordern von Bedeutung sein, die unter Umständen eine aufwändigere Bearbeitung erfordern.

Die zuständige Behörde soll nicht überprüfen, ob das Wertpapierhaus für alle Geschäfte, die es im Namen von Kunden tätigt, den bestmöglichen Kurs erzielt. Vielmehr sollte es sich vergewissern, dass das Wertpapierhaus über Verfahren verfügt, die den Kunden die größtmögliche Wahrscheinlichkeit einer "bestmöglichen Ausführung" bieten, und dabei die an den verschiedenen Ausführungsorten des Handelsplatzes erhältlichen besten Konditionen

zugrunde legen. Eine solche Bestimmung kann nur greifen, wenn darin angegeben wird, unter welchen Bedingungen davon ausgegangen werden kann, dass ein Wertpapierhaus sich in ausreichendem Maße darum bemüht hat, im Namen seiner Kunden die bestmögliche Ausführung zu erzielen - insbesondere indem es gewährleistet, dass es Zugang zu einer ausreichenden Zahl von Handelsplätzen hat, die konsequent die "bestmögliche Ausführung" bieten.

Zum Dritten verpflichtet die Bestimmung die Wertpapierhäuser zur regelmäßigen Überprüfung der Verfahren, die es anwendet, um seinen Kunden die "bestmögliche Ausführung" zu sichern. Zu diesem Zweck sollte es die zur Ausführung von Kundenaufträgen eingerichteten Verfahren kontinuierlich bewerten und aktualisieren, um zu gewährleisten, dass sich damit für die Kundenaufträge das bestmögliche Ergebnis erzielen lässt.

Die Verpflichtung zur "bestmöglichen Ausführung" wurde im Wesentlichen von den vom AEWRB festgelegten Wohlverhaltensregeln abgeleitet. Der Artikel sieht vor, dass im Komitologieverfahren ausführliche Maßnahmen im Hinblick darauf festgelegt werden, wie die kritischen Bestandteile dieses neuen Tests zu verstehen und umzusetzen sind.

III.5. Vorschriften für die Bearbeitung von Kundenaufträgen (Artikel 20)

Vorschriften über die Bearbeitung und Ausführung von Kundenaufträgen können das Vertrauen der Kunden in eine unparteiliche und qualitativ hochwertige Ausführung stärken. Aus diesem Grund soll die Richtlinie die Wertpapierhäuser zur Einrichtung von Verfahren verpflichten, die eine faire und prompte Bearbeitung von Kundenaufträgen gewährleisten. Fairness und Schnelligkeit werden in diesem Zusammenhang nicht an der Qualität der Ausführung eines bestimmten Kundenauftrags im Vergleich zu den Bedingungen auf dem Handelsplatz insgesamt gemessen ("bestmögliche Ausführung"), sondern an der Bearbeitung anderer Kundenaufträge oder Eigenhandelsgeschäfte des Wertpapierhauses.

In der Bestimmung wird anerkannt, dass der Anleger voll und ganz über die verschiedenen Kanäle, über die sein Auftrag ausgeführt werden kann, im Bilde sein sollte. Die Informationen, die dem Anleger vorab geliefert werden, sollten ihm ein fundiertes Urteil über die potenziellen Risiken und Vorteile der jeweiligen Kanäle ermöglichen. Der Richtlinie zufolge müssen Aufträge, bei denen der Anleger keine Präferenz äußert, automatisch an geregelte Märkte, MTF oder ähnliche Kanäle übermittelt werden, die in Bezug auf den Anlegerschutz (vor allem was Interessenkonflikte anbelangt) unproblematisch sind. Aus diesem Grund sollte der Kunde, bevor seine Aufträge außerhalb eines geregelten Markts oder eines MTF (d.h. im Freiverkehr oder gegen Eigenhandelspositionen/Internalisierung) ausgeführt werden, vorab seine Zustimmung geben. Das Wertpapierhaus wird darüber entscheiden können, ob diese vorherige Zustimmung generell (z.B. zu Beginn der Geschäftsbeziehung) oder auf Transaktionsbasis eingeholt wird. Ein generelles Einverständnis muss jährlich erneuert werden.

Legt der Kunde bei Limit-Aufträgen Konditionen fest, die die prompte Ausführung des Auftrags verhindern, soll das Wertpapierhaus Maßnahmen im Hinblick darauf ergreifen, eine prompte Ausführung zu erleichtern und den Auftrag entweder an einen geregelten Markt oder ein MTF weiterleiten oder den Limit-Auftrag auf andere Weise auf dem Markt bekannt machen, um anderen Marktteilnehmern so die Möglichkeit zum Abschluss zu den genannten Konditionen zu geben.

III.6. Geschäfte mit in Frage kommenden Gegenparteien (Artikel 22)

Außerbörsliche Geschäfte zwischen Finanzinstituten und spezialisierten Händlern, wie Warenhändlern, werden in der Regel im eigenen Namen und auf eigene Rechnung getätigt und bieten keinen durch Wohlverhaltensregeln oder Vermittlungsgeschäfte bedingten Schutz. Doch gibt die derzeitige Richtlinie keinerlei Aufschluss darüber, welche Verpflichtungen - wenn überhaupt - gegenüber Gegenparteien bei einem Geschäft bestehen, bei dem es nicht um die Erbringung einer Dienstleistung an einen Kunden geht. Aus diesem Grund wird vorgeschlagen, den Handel zwischen Gegenparteien ausdrücklich in der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie zu regeln.

In dem Artikel werden Geschäfte zwischen einem Wertpapierhaus und einer "in Frage kommenden Gegenpartei" von den Verpflichtungen, die den "Wohlverhaltensregeln" zufolge einem Kunden gegenüber bestünden, ausgenommen. Dadurch wird für Wertpapierhäuser, die für den Handel mit bestimmten "in Frage kommenden Gegenparteien" zugelassen sind, ein "sicherer Hafen" geschaffen, ohne dass dies die Anwendung der im Rahmen eines Vermittlungsgeschäfts bestehenden Verpflichtungen nach sich zieht. Die Wertpapierfirmen sollten sich lediglich im Vorfeld oder spätestens bei Abschluss des Geschäfts von der Gegenpartei bestätigen lassen, dass sie für ein oder mehrere Geschäfte auf den im Rahmen einer Vermittlung bestehenden Schutz verzichtet. Wer unter die Kategorie der "in Frage kommenden Gegenpartei" fällt, wird in der Begriffsbestimmung, die der AEWRB im Zusammenhang mit der Regelung der Gegenpartei angenommen hat, ausführlich erläutert. Nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie gelten folgende Unternehmen als in Frage kommende Gegenparteien:

- zugelassene Kreditinstitute, Wertpapierhäuser und Versicherungsunternehmen;

- darüber hinaus haben die Mitgliedstaaten die Möglichkeit, weitere Kategorien lokaler Unternehmen als in Frage kommende Gegenparteien zuzulassen.[xxxviii]

Die Tatsache, dass ein Unternehmen unter die Kategorie der "in Frage kommenden Gegenpartei" fällt, nimmt ihm nicht das Recht, bei dem Wertpapierhaus eine Behandlung als "Kunde" zu beantragen, der den Schutz der Wohlverhaltensregeln genießt.

III.7. Schlussfolgerungen zu den Vorschriften für Wertpapierhäuser

Mit dem Vorschlag zur Änderung der Vorschriften für Wertpapierhäuser

- werden zentrale Anlegerschutzvorschriften gestärkt, die in der derzeitigen Richtlinie nur in rudimentärer Form enthalten sind;

- können diese Vorschriften einem ständig wechselnden Spektrum von Wertpapierdienstleistungen angepasst und durchgesetzt werden;

- wird sichergestellt, dass Wertpapierhäuser ihrer Tätigkeit in einer Art und Weise nachgehen, die der Integrität und Effizienz des Markts insgesamt förderlich ist;

- wird eine EU-weit einheitliche Auslegung und Durchsetzung dieser Vorschriften gewährleistet.

Mit diesen Änderungen wird der Grundstein für einen zeitgemäßen Rechtsrahmen für Wertpapierhäuser gelegt, der den größten Herausforderungen bei Anlegerschutz und

Markteffizienz, die sich auf einem integrierenden, kontinuierlich weiterentwickelnden Finanzplatz stellen werden, gerecht werden kann.

ABSCHNITT IV: GELTUNGSBEREICH DER RICHTLINIE

Es wird vorgeschlagen, den Geltungsbereich der Richtlinie auf bestimmte anlegerorientierte Tätigkeiten und Handelsgeschäfte mit finanziellem Charakter auszuweiten, die Anlegern, Kunden oder Finanzmarktteilnehmern in großem Umfang angeboten werden, und/oder Risiken für Anleger oder Markt verursachen, die durch die Anwendung der zentralen Schutzvorschriften der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie sinnvoll in Angriff genommen werden könnten. Die wichtigsten Neuerungen (abgesehen von der Aufnahme des Betriebs eines MTF, die in Abschnitt 2 bereits ausführlich behandelt wurde) sind die Aufnahme von Anlageberatung, Finanzanalyse und Warenderivaten.

IV.1 Anlageberatung (Anhang I, Abschnitt A)

Es wird vorgeschlagen, die Anlageberatung als eigenständiges, zunehmend bedeutsames Finanzgeschäft anzuerkennen. Die Einstufung der Anlageberatung als Wertpapierdienstleistung dürfte zur Schaffung eines rechtlichen Rahmens beitragen, der den Risiken, die dem Anleger aus diesem Geschäft erwachsen, in angemessener und flexibler Weise gerecht wird. Die Aufnahme in die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie wird in erster Linie bewirken, dass

- Anlageberater den in der Richtlinie enthaltenen Bestimmungen über Erstzulassung und laufende Pflichten unterworfen werden. Proportionale und angemessene Aufsichtsvorschriften sind gerechtfertigt, um das Risiko einer unsachgemäßen Beratung des Anlegers oder eines unprofessionellen/dem Berufsethos zuwiderlaufenden Verhaltens durch Berater eingedämmt werden. Eine Aufnahme in die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie würde den Anlegern insbesondere den in den "Wohlverhaltensregeln" festgelegten Basisschutz sichern, wenn sie (mit Hilfe moderner Kommunikationsmittel) die Dienste eines in einem anderen Mitgliedstaat zugelassenen oder niedergelassenen Anlageberaters in Anspruch nehmen;

- juristische und natürliche Personen, die in der Hauptsache/ausschließliche in der Anlageberatung tätig sind, im Gegensatz zur derzeitigen Regelung, wonach sie speziellen nationalen Regelungen unterliegen, als "Wertpapierhaus" im Sinne der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie zugelassen sein müssen;

- in der Anlageberatung tätige Einzelunternehmen ihre Tätigkeit grenzübergreifend/aus der Ferne für Kunden aus der gesamten EU ausüben können und dabei nur der Kontrolle ihrer Herkunftslandbehörde unterliegen. Derzeit können nur Banken und Wertpapierhäuser, die Wertpapierdienstleistungen erbringen, in den Genuss eines Passes für Anlageberatungsdienste gelangen. Doch sind die meisten Anlageberater nur auf räumlich begrenzten Märkten tätig und sehen nur begrenzten Nutzen in einem nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ausgestellten Pass.

Ziel des Vorschlags ist es, die Aufnahme in die Richtlinie zu vollziehen, ohne die Anlageberater ungerechtfertigten oder allzu drückenden rechtlichen Anforderungen zu unterwerfen. Zu diesem Zweck sieht der Vorschlag spezielle Eigenkapitalanforderungen für Unternehmen vor, die ausschließlich in der Anlageberatung tätig sind (siehe Abschnitt 3.1).

In Anbetracht der großen Zahl von Anlageberatern - 4 000 im Vereinigten Königreich, 7 000 in Italien und noch mehr in Deutschland - und ihres derzeit sehr begrenzten Umfangs grenzübergreifender Tätigkeiten, wurde der Nutzen einer Aufnahme mit der Begründung angezweifelt, dies werde für die Zulassung und Beaufsichtigung erhebliche Investitionen erfordern, für das Funktionieren des Finanzbinnenmarkts im Gegenzug aber nur von begrenztem Nutzen sein. Diesen Bedenken wird durch den Vorschlag Rechnung getragen, den zuständigen Behörden die Übertragung der Zulassung und Beaufsichtigung dieser Unternehmen auf angemessen konstituierte und ausgestattete selbstverwaltete Stellen zu gestatten.

Die geänderte Wertpapierdienstleistungsrichtlinie wird es Wertpapierhäusern, die verschiedene Tätigkeiten unter einem Dach vereinen, ermöglichen, die Anlageberatung mit anderen Dienstleistungen zu kumulieren. Doch soll die geänderte Richtlinie die Unternehmen in diesem Fall zu einem strikten Management von Interessenkonflikten und deren Offenlegung verpflichten, und so gewährleisten, dass die Interessen des Anlegers bei der Anlageberatung im Vordergrund stehen.

IV.2. Finanzanalyse (Anhang I, Abschnitt B)

Wenn an Kunden oder das Publikum insgesamt in Form von Finanzanalysen, Anlageforschung, o.ä. allgemeine Empfehlungen für Geschäfte mit Finanzinstrumenten ausgegeben werden, müssen dafür strenge berufliche und ethische Standards gelten, um zu gewährleisten, dass den Interessen der Empfänger dieser Informationen nicht geschadet wird. Durch die Aufnahme von Finanzanalyse und Forschung in die Liste der Nebendienstleistungen wird verhindert, dass spezialisierte und unabhängige Forschungsarbeiten in den Anwendungsbereich der Richtlinie fallen, und die Aufmerksamkeit der Aufsichtsbehörden auf solche Unternehmen gelenkt, die Forschung/Analyse in einer Weise mit anderen Anlagegeschäften kombinieren, die zu Interessenkonflikten Anlass geben könnte.

IV.3. Warenderivate (Anhang I, Abschnitt C)

Es wird vorgeschlagen, Warenderivate in den Anwendungsbereich der neuen Richtlinie aufzunehmen, damit der organisierte Handel mit diesen Instrumenten und ihre Vermittlung unter die Bestimmungen der Richtlinie fallen. Die Ausklammerung von Warenderivaten aus der Begriffsbestimmung von Finanzinstrumenten in der derzeitigen Richtlinie hat dazu geführt, dass

- Wertpapierhäuser bei der grenzübergreifenden Erbringung von Wertpapierdienstleistungen, die Warenderivate zum Gegenstand haben, nicht den im Rahmen der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie geltenden Pass nutzen können, obwohl die Kapitaladäquanzrichtlinie sie dazu verpflichtet, die Risiken aus dem Warenderivate-Handelsbestand durch Eigenkapital abzusichern;

- spezialisierte Warenterminhändler von den Rechten und Pflichten der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ausgenommen sind;

- Börsen und andere Handelssysteme, bei denen unter anderem ein organisierter Handel mit Warenderivaten stattfindet, für die Zulassung von Fernmitgliedern oder den Bildschirmhandel nicht die einschlägige Bestimmung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie in Anspruch nehmen können.

Nachdem sie die zahlreichen Aspekte dieses komplexen Themas erwogen hat, schlägt die Kommission vor, Warenderivate in den Geltungsbereich der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie aufzunehmen. Dass es für diese Geschäfte keine rechtliche Regelung auf dem Binnenmarkt gibt, ist nicht mehr zeitgemäß, insbesondere in Anbetracht der Tatsache, dass gleichzeitig Schritte zur Liberalisierung der zugrunde liegenden Waren- und Energiemärkte unternommen werden. Eine Aufnahme in die Richtlinie wird dafür sorgen, dass Vorschriften zur Verhinderung von Marktmissbrauch und zur Erhaltung geordneter Märkte EU-weit auf eine gemeinsame Basis gestellt werden können.

Bei der Aufnahme von Warenderivaten in die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie muss bestimmten Charakteristika des Handels mit diesen Instrumenten sowie der Tatsache Rechnung getragen werden, dass in diesem Bereich vorwiegend professionelle Marktteilnehmer Geschäfte großen Umfangs tätigen. So trägt der Vorschlag insbesondere der weiten Verbreitung erfahrener Händler Rechnung, die zu Absicherungs-/zu gewerblichen Zwecken auf dem Markt tätig sind oder ausschließlich im Namen ihrer Mutterunternehmen oder verbundenen Unternehmen handeln. Diese bieten sich selbst nicht als Marktmacher/Händler an und sollten in der Richtlinie deshalb nicht zu einer Zulassung zum Handel auf eigene Rechnung verpflichtet werden. Aus Artikel 2 Absätze 2 und 8 geht hervor, dass es sich dabei nicht um Wertpapierhäuser handelt. In Anbetracht ihrer Erfahrung im Handel mit den genannten Instrumenten könnten die Mitgliedstaaten alle oder einige Warenterminhändler als "in Frage kommende Gegenparteien" einstufen, die auf dem Markt handeln können, ohne durch "Wohlverhaltensregeln" geschützt werden zu müssen.

Auf Warenderivate spezialisierte Händler sind und waren ohne harmonisierte Eigenkapitalanforderungen auf nationalen Märkten tätig, ohne dass dies für die Aufsicht oder das System Probleme nach sich gezogen hätte. Es kann allerdings nicht ausgeschlossen werden, dass diese Händler Gegenparteiausfallrisiken eingehen und auf diese Weise für andere Marktteilnehmer selbst zu einem solchen werden. Da zur Zeit aber kein Konsens darüber besteht, welchen Aufsichtsregeln Unternehmen unterworfen werden sollten, deren Hauptgeschäft der Handel mit Warenderivaten ist, sollen auf Warenderivate spezialisierte Händler dem Vorschlag zufolge nicht als Wertpapierhäuser im Sinne der Richtlinie angesehen werden. Bei Entscheidung der Frage, ob das Hauptgeschäft des Unternehmens im Handel mit Warenderivaten besteht, sind die Tätigkeiten des Unternehmens auf Gruppenebene/konsolidierter Basis zugrunde zu legen. Da die Händler die Vorteile sehen, die ein Pass für Geschäfte in anderen Mitgliedstaaten mit sich bringt, und die Regulierungsbehörden es für vorteilhaft halten, die Finanzarbitrage von Unternehmen beaufsichtigen und überwachen zu können, die ausschließlich Wertpapierhandel betreiben, wenngleich mit einer bestimmten Art von Finanzinstrument, wird vorgeschlagen, diese Ausnahme zwei Jahre nach Inkrafttreten der Richtlinie zu überprüfen. Bei dieser Überprüfung wird jeder Notwendigkeit Rechnung getragen, den aufsichtsrechtlichen Rahmen an die Besonderheiten dieses Geschäfts anzupassen.

Es wurde sorgfältig geprüft, wie die Warenderivate für die Zwecke der Richtlinie definiert werden sollten, damit sie auf Instrumente beschränkt bleiben, die so emittiert und gehandelt werden, dass sie ähnliche aufsichtsrechtliche Fragen aufwerfen wie traditionelle Finanzinstrumente. Die Begriffsbestimmung umfasst nunmehr bestimmte, auf geregelten Märkten (oder über ein MTF) gehandelte Terminkontrakte, die in den Fällen, in denen sie die Charakteristika von Finanzinstrumenten aufweisen, geldmäßig reguliert werden. In dieser Hinsicht relevant ist unter anderem, ob Clearing und Abrechnung über anerkannte Clearingstellen erfolgen, eine Aufforderung zur Nachschusszahlung erfolgt oder der Kurs im Gegensatz zu Einzelverträgen mit Referenz auf regelmäßig veröffentlichte Kurse, Standardmengen, Lieferterminen oder Normkonditionen bestimmt wird. Darüber hinaus

umfasst die Definition andere Differenzgeschäfte, wie Swaps, bei denen die Regulierung ausschließlich bar erfolgt und die zu regulierenden Beträge mit Referenz auf die Werte eines kompletten Spektrums zugrundeliegender Kurse, Zinssätze, Indizes oder anderer Messgrößen bestimmt werden. Von der Definition ausgenommen sind bar regulierte Devisenkassageschäfte, Devisentermingeschäfte oder Warentermingeschäfte.

ABSCHNITT V: WEITERE WICHTIGE BESONDERHEITEN DES VORSCHLAGS

V.1. Clearing und Abrechnung

Mit dem Vorschlag soll kein harmonisierter Rahmen für die Zulassung, laufende Beaufsichtigung und gegenseitige Anerkennung von Unternehmen, die Clearing und Abrechungstätigkeiten ausführen, geschaffen werden. Die Kommission erkennt an, dass solide und effiziente Verbindungen zwischen konkurrierenden Anbietern von Dienstleistungen, die nach Geschäftsabschluss erbracht werden, erforderlich sind, um eine Situation zu schaffen, in der ein grenzübergreifendes Geschäft in vergleichbarer Weise wie ein reines Inlandsgeschäft ausgeführt werden kann. Effiziente Clearing- und Abrechnungsverfahren für Wertpapiergeschäfte sind auch für das ordnungsgemäße Funktionieren der Wertpapiermärkte, den reibungslosen Ablauf der geldpolitischen Transaktionen und die Stabilität des Finanzsystems insgesamt von entscheidender Bedeutung. Die Kommission räumt auch ein, dass der sich verlierende Unterschied zwischen "Depotverwahrung" - eine Nebendienstleistung im Sinne der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie - und den zentralen Wertpapierverwahrstellen Probleme in Bezug auf die Aufsichtsarbitrage zwischen Unternehmen aufwirft, die nach den beiden Systemen zugelassen sind. Gerade wegen ihrer systemischen Bedeutung und der komplexen technischen und politischen Erwägungen, die eine fundierte Antwort erfordern, glaubt die Kommission jedoch nicht, dass diese unterschiedlichen Arten von Marktfunktionen in der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie behandelt werden sollten.

Ergänzt man das Verzeichnis der Dienstleistungen gemäß der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie einfach durch die Clearing- und Abrechnungsfunktionen, ohne die anzuwendenden Risikomanagementpraktiken zu harmonisieren oder einen tatsächlichen Aufsichtsrahmen zu schaffen, wird es nicht nur unmöglich sein, ein effizientes Binnenmarktumfeld für die Durchführung dieser Tätigkeiten zu schaffen, sondern aus der Sicht einer angemessenen Beaufsichtigung dieser Unternehmen könnte sich dies als kontraproduktiv erweisen. Die genannten Tätigkeiten einfach als Wertpapierdienstleistungen zu bezeichnen, ist kein Allheilmittel. Zunächst muss wohl überlegt werden, wie der für die Unterstützung einer soliden und integrierten Infrastruktur nach dem Geschäftsabschluss erforderliche Regulierungsrahmen aussehen soll. Auf dieser Grundlage können die zur Schaffung des rechtlichen, administrativen, technischen und fiskalischen Umfelds, in dem das Clearing und die Abrechnung neu strukturiert werden können, erforderlichen Maßnahmen ermittelt und durchgeführt werden. Mit den Erörterungen zum Inhalt dieses Aktionsprogramms ist vor kurzem auf europäischer Ebene begonnen worden.

Angesichts der genannten Erwägungen beschränkt der Vorschlag zur Änderung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie seine Behandlung des Clearing und der Abrechnung auf die Erläuterung der Rechte der Wertpapierhäuser und Teilnehmer an den geregelten Märkten in Bezug auf den Zugang zu und die Auswahl der Clearing- und Abrechnungsstellen in anderen Mitgliedstaaten (Artikel 32). Es handelt sich dabei nicht um absolute Rechte, so dass nachweisliche aufsichtsrechtliche Bedenken der Aufsichtsbehörden oder gewerbliche

Interessen der Clearing- und Abrechnungsanbieter Vorrang vor Zugangsanträgen von Wertpapierhäusern oder Marktteilnehmern haben können.

V.2. Zuständige Behörden und Zusammenarbeit zwischen den Behörden der Mitgliedstaaten (Titel IV)

Der Vorschlag enthält eine umfassende Überarbeitung der bestehenden Vorschriften über die zuständigen Behörden und die Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden. Das Vorhaben baut auf drei wichtigen Pfeilern auf:

- Klarstellung der Zuständigkeit für die Durchführung der Richtlinienvorschriften (Artikel 45). Da es sich bei der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie um eine übergreifende Richtlinie handelt, muss möglicherweise eine ganze Reihe zuständiger Behörden für die Durchsetzung der weitreichenden Bestimmungen der Richtlinie eingeschaltet werden - insbesondere in den Mitgliedstaaten, die die Zuständigkeiten für die Finanzaufsicht nicht einer einzigen Behörde übertragen haben. Die Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie lässt die Aufsichtsstrukturen in den Mitgliedstaaten unberührt. Die Mitgliedstaaten müssen die zuständige Behörde, die für die Durchsetzung der einzelnen Bestimmungen verantwortlich ist, klar benennen, damit diese Information an die anderen Mitgliedstaaten weitergegeben werden kann. In diesem Kapitel werden auch die Voraussetzungen genannt, unter denen die zuständigen Behörden Aufgaben an andere Stellen, einschließlich Selbstregulierungsstellen, übertragen können. Ist eine solche Übertragung nach den einzelnen Bestimmungen des Vorschlags zulässig (z.B. Vorschriften über Anlageberater, Bevollmächtigte, geregelte Märkte), so hat sie gemäß den in Artikel 46 Absatz 2 genanten Voraussetzungen zu erfolgen.

- Erreichen eines gewissen Maßes an Kohärenz bei den Befugnissen der zuständigen Behörden, um den Weg für eine gleichwertige Durchsetzung auf allen integrierten Finanzmärkten zu ebnen. Für das Verzeichnis der Befugnisse (Artikel 46) und die Verwaltungsstrafen (Artikel 47) wurden ähnliche Bestimmungen zugrunde gelegt wie in der Prospekt- und der Marktmissbrauchsrichtlinie.

- Aktualisierung der bestehenden Vorschriften über den Austausch von Informationen zwischen den zuständigen Behörden der einzelnen Mitgliedstaaten und Stärkung der Pflichten zur Amtshilfe und Zusammenarbeit, die die Behörden sich gegenseitig schulden (Artikel 51 bis 55). Die Vorschriften der bestehenden Wertpapierdienstleistungsrichtlinie über die Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden waren für eine Situation bestimmt, in der die Verbindungen zwischen den segmentierten Märkten der Mitgliedstaaten unzureichend entwickelt und selten genutzt wurden. Intensivere und unmittelbarere Übermittlungsmechanismen zwischen den einzelnen Märkten erfordern eine entsprechende Intensivierung der Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden. Eine Zusammenarbeit dieser Art ist um so erforderlicher, wenn das zur Unterstützung der systematischen Abhängigkeit von der Aufsicht des Herkunftsmitgliedstaates erforderliche Vertrauen gewahrt werden soll.

V.3. Verwendung von Ausschussverfahren (Komitologie) zur Umsetzung der Bestimmungen

Die neuen Technologien, die Globalisierung und die Folgen des Euro bewirken auf den Wertpapiermärkten der Mitgliedstaaten dramatische Veränderungen und eine zunehmende Konsolidierung. Der Normungsprozess schreitet ebenfalls rasch voran. Der Wettbewerb zwischen den Wertpapiermärkten erfordert optimale Verfahren, die neue Finanztechniken und

neue Produkte berücksichtigen. Auf der anderen Seite sind Anlegerschutz und Vertrauen auf Gemeinschaftsebene zu wahren.

Um der Herausforderung einer Regulierung moderner Finanzmärkte zu begegnen, müssen neue Rechtssetzungstechniken eingeführt werden. Am 17. Juli 2000 richtete der Rat den Ausschuss der Weisen für die Regulierung der Europäischen Wertpapiermärkte ein. In seinem Schlussbericht forderte der Ausschuss, dass in jeder Richtlinie zwischen Rahmenvorschriften und "nicht wesentlichen" technischen Durchführungsbestimmungen, die die Kommission in Anwendung der EU-Ausschussverfahren zu verabschieden hat, unterschieden wird. In seiner Entschließung über eine effizientere Regulierung der Wertpapiermärkte in der Europäischen Union begrüßte der Europäische Rat von Stockholm die Absicht der Kommission, einen Wertpapierausschuss einzusetzen. Der Wertpapierausschuss mit beratender Funktion soll in politischen Fragen, insbesondere bei der Art der Maßnahmen, die die Kommission möglicherweise auf der Ebene der wesentlichen Grundsätze vorschlägt, konsultiert werden. In seiner Entschließung fügte der Europäische Rat hinzu, dass der Wertpapierausschuss vorbehaltlich der von der Kommission vorgeschlagenen und vom Europäischen Parlament und vom Rat angenommenen spezifischen Rechtsakte gemäß dem Komitologie-Beschluss von 1999 als Regulierungsausschuss fungieren soll, um die Kommission bei ihren Beschlüssen über Durchführungsmaßnahmen nach Artikel 202 EG-Vertrag zu unterstützen. Diese Richtlinie folgt den vom Europäischen Rat von Stockholm und dem Europäischen Parlament festgelegten Leitlinien.

Die vorgeschlagene Richtlinie will sich auf die grundsätzliche Feststellung der Hauptpflichten der Behörden oder zugelassenen Stellen der Mitgliedstaaten beschränken. Diese Grundsätze werden gegebenenfalls durch eine Aufzählung der wichtigsten Fragen ergänzt, die durch genaue Durchführungsmaßnahmen im Komitologieverfahren zu harmonisieren sind und durch die wichtigsten rechtlichen und technischen Konzepte, die die genauen Durchführungsmaßnahmen berücksichtigen sollten.

Der geänderte Vorschlag nennt die Durchführungsmaßnahmen auf Stufe 2, die die Kommission im Ausschussverfahren zu beschließen hat, z. B. die Anpassung und Erläuterung bestimmter Begriffsbestimmungen oder die Verabschiedung genauer Durchführungsmaßnahmen, die den in der Richtlinie genannten Pflichten Wirkung verleihen sollen. Mit dem Vorschlag wird angestrebt, die Verwendung der Komitologie auf die operationellen Bestimmungen zu beschränken, bei denen eine eingehende Harmonisierung für die einheitliche Anwendung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und die reibungslose Entwicklung des Finanzbinnenmarkts entscheidend sein wird. Zu berücksichtigen ist auch der beträchtliche Aufwand, der für die Veröffentlichung genauer Durchführungsmaßnahmen durch die EU-Organe, die zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten sowie die Wertpapieraufsichtsbehörden und die erfahrenen Marktteilnehmer (im Wege ihrer Beteiligung an Konsultationsverfahren) erforderlich ist.

Trotz dieses restriktiven Ansatzes müssen die Komitologiebefugnisse aufgrund des Umfangs der Richtlinie und der Einführung wichtiger neuer Disziplinen auf EU-Ebene (z.B. Transparenzvorschriften, "bestmögliche Ausführung") extensiv genutzt werden, um den Hauptbestimmungen des Vorschlags Wirkung zu verleihen. In 19 der 67 Artikel wird auf die Komitologie eingegangen.

Anhang 1: Überblick über die Richtlinie 93/22/EWG

(a) Europäischer Pass für Wertpapierhäuser

Vorrangiges Ziel der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie war es, "dass eine Harmonisierung nur insoweit angestrebt wird, wie dies zur Gewährleistung der gegenseitigen Anerkennung der Zulassungen und der Aufsichtssysteme unbedingt erforderlich und hinreichend ist, die die Erteilung einer einzigen Zulassung für die gesamte Gemeinschaft und die Anwendung des Grundsatzes der Kontrolle durch den Herkunftsmitgliedstaat ermöglicht. Aufgrund der gegenseitigen Anerkennung können die in ihrem Herkunftsmitgliedstaat zugelassenen Wertpapierfirmen in der gesamten Gemeinschaft alle oder einen Teil der unter diese Richtlinie fallenden Dienstleistungen, für die sie die Zulassung erhalten haben, durch die Gründung einer Zweigniederlassung oder im Rahmen des Dienstleistungsverkehrs erbringen."

Unternehmen (natürliche und juristische Personen), die im Rahmen ihrer üblichen beruflichen Tätigkeit gewerbsmäßig Wertpapierdienstleistungen der im Anhang der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie genannten Art erbringen, müssen gemäß der Richtlinie als Wertpapierhäuser zugelassen und beaufsichtigt sein. Kreditinstitute sind berechtigt, Wertpapierdienstleistungen auf der Grundlage ihrer Zulassung nach der zweiten Bankrechtrechtskoordinierungsrichtlinie zu erbringen, solange sie die besonderen Vorschriften der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (z.B. Wohlverhaltensregeln) einhalten. Artikel 2 Absatz 2 der Richtlinie nimmt eine Reihe von Marktteilnehmern vom Anwendungsbereich der Richtlinie aus, die sonst als Wertpapierhäuser eingestuft würden.

Die Wertpapierdienstleistungen, für die eine Zulassung nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie zwingend vorgeschrieben ist, umfassen die Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die Ausführung solcher Aufträge (Brokertätigkeit), das individuelle Portofolio-Management und die Übernahme. Die Unternehmen können Wertpapier- und Nebendienstleistungen zusammen erbringen, soweit sie ausdrücklich dazu zugelassen sind und ihre Zulassung dies ausdrücklich vorsieht. Außerdem können zugelassene Wertpapierhäuser auch eine Reihe von Nebendienstleistungen auf der Grundlage ihrer Zulassung nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie grenzübergreifend erbringen. Zu den wichtigsten Nebendienstleistungen gehören die Verwahrung und Verwaltung von Vermögenswerten (Depotverwahrung) und die Anlageberatung. Unternehmen können in ihrem Mitgliedstaat zur Erbringung einer oder mehrerer Nebendienstleistungen zugelassen sein, ohne die Zulassung für eine der Wertpapierdienstleistungen zu besitzen. In diesem Fall kann sich das Unternehmen nicht auf die genannte Zulassung berufen, wenn es die fraglichen Nebendienstleistungen in anderen Mitgliedstaaten erbringen will.

Zu den wichtigsten Anfangs- und laufenden Verpflichtungen von Wertpapierhäusern gehören:

- Besitz von Anfangs- und laufenden Kapitalreserven gemäß den Vorschriften der Kapitaladäquanzrichtlinie 93/6/EWG;

- organisatorische Anforderungen, die die ordnungsgemäße Geschäftsführung gewährleisten sollen (Art. 10);

- Wohlverhaltensregeln für den Handel mit und im Namen seiner Kunden und für die Marktbeteiligung (Art. 11);

- Mitgliedschaft in einem System für die Entschädigung der Anleger (Art. 12 und Richtlinie 97/9/EG);

- Bekanntgabe der börslich oder außerbörslich mit den genannten Finanzinstrumenten getätigten Geschäfte (Art. 20).

Auf der Grundlage der Übereinstimmung mit der in den genannten Vorschriften vorgesehenen Mindestharmonisierung haben die Wertpapierhäuser folgende Rechte:

- Sie können Wertpapierdienstleistungen für Kunden in anderen Mitgliedstaaten auf der Grundlage der Herkunftslandaufsicht frei erbringen, es sei denn, die Richtlinie sieht etwas anderes vor (z.B. Art. 11, 13).

- Sie können in anderen Mitgliedstaaten Zweigniederlassungen für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen errichten.

- Sie können das Recht auf direkten, indirekten oder Fernzugang zu den Handelssystemen der Börsen/geregelten Märkte in anderen Mitgliedstaaten in Anspruch nehmen. Dieses Recht bezieht sich auch auf die Beteiligung an Clearing- und Abrechnungsvereinbarungen, die zum Abschluss der auf dem fraglichen geregelten Markt getätigten Geschäfte verwendet werden.

(b) Voraussetzungen für die Anerkennung als geregelter Markt:

Mit der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie wurden die ersten Kriterien für ein gemeinsames System der Zulassung und Beaufsichtigung der geregelten Märkte durch die Mitgliedstaaten eingeführt. Auf Dauer angelegte Handelsplätze, ein Vorgehen nach öffentlich genehmigten Handelsregeln und strenge Kontrollen für die zum Handel zugelassenen Wertpapiere zur Unterstützung eines effizienten Handels mit dem fraglichen Finanzinstrument kommen für eine Zulassung als geregelte Märkte in Frage. Ein "geregelter Markt" muss auch Informationen verschaffen, "damit die Anleger jederzeit die Bedingungen eines von ihnen geplanten Geschäfts beurteilen und die Bedingungen seiner Abwicklung anschließend überprüfen können" (siehe Art. 21 über umfassende vor- und nachbörsliche Transparenzanforderungen). Ein Markt, dem der Status des "geregelten Markts" zuerkannt wurde, muss alle ordnungsgemäß zugelassenen Banken oder Wertpapierhäuser eines anderen Mitgliedstaats als Marktteilnehmer zulassen. Der "geregelte Markt" ist berechtigt, Bildschirme und Terminals bei den räumlich entfernten bzw. in Übersee angesiedelten Mitgliedern zu installieren, damit sich diese umfassend am Handel auf dem Markt beteiligen können. Nach Artikel 16 der Richtlinie hat die Kommission jährlich ein Verzeichnis der geregelten Märkte zu veröffentlichen.

2002/0269 (COD)

Vorschlag für eine

RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES

ÜBER WERTPAPIERDIENSTLEISTUNGEN UND GEREGELTE MÄRKTE SOWIE ZUR ÄNDERUNG DER RICHTLINIEN 85/611/EWG UND 93/6/EWG DES RATES UND DER RICHTLINIE 2000/12/EG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES

DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DER RAT DER EUROPÄISCHEN UNION -

gestützt auf den Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, insbesondere auf Artikel 47 Absatz 2 ,

auf Vorschlag der Kommission[1],

nach Stellungnahme des Wirtschafts- und Sozialausschusses[2],

nach Stellungnahme der Europäischen Zentralbank[3];

gemäß dem Verfahren des Artikels 251 des Vertrages[4],

in Erwägung nachstehender Gründe:

(1) Die Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen[5] zielte darauf ab, die Bedingungen festzuschreiben, denen zufolge zugelassene Wertpapierhäuser und Banken in anderen Mitgliedstaaten auf der Grundlage der Zulassung und Aufsicht durch das Herkunftsland spezifische Dienstleistungen erbringen oder Zweigniederlassungen errichten konnten. Zu diesem Zwecke wurden mit der Richtlinie die Erstzulassung und die Tätigkeitsbedingungen von Wertpapierhäusern harmonisiert, einschließlich der Wohlverhaltensregeln. Mit der Richtlinie wurden auch einige Bedingungen harmonisiert, die den Betrieb geregelter Märkte festlegen. Diesbezüglich wurde den Mitgliedstaaten die Möglichkeit eingeräumt, Kleinanlegern zu gestatten, die Abwicklung ihrer Geschäfte über einen geregelten Markt zu beantragen.

(2) In den letzten Jahren wurden immer mehr Anleger auf den Finanzmärkten aktiv. Ihnen wird ein immer komplexeres weitreichendes Spektrum an Dienstleistungen und Finanzinstrumenten angeboten. Angesichts dieser Entwicklungen sollte der Rechtsrahmen der Gemeinschaft das volle Angebot der anlegerorientierten Tätigkeiten

---

1 ABl. C [...], [...], p. [...].
2 ABl. C [...], [...], p. [...].
3 ABl. C [...], [...], p. [...].
4 ....
5 ABl. L 141 vom 11.6. 1993, S. 27; Richtlinie zuletzt geändert durch die Richtlinie 2000/64/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (ABl. L 290 vom 17.11.2000, S. 27).

abdecken. Folglich ist es erforderlich, den Grad an Harmonisierung abzustecken, der notwendig ist, um den Anlegern ein hohes Schutzniveau zu bieten und den Wertpapierhäusern zu gestatten, ihre Dienstleistungen in der gesamten Gemeinschaft im Rahmen des Binnenmarkts auf der Grundlage der Herkunftslandaufsicht zu erbringen. Infolge des zuvor Gesagten sollte die Richtlinie 93/22/EWG durch eine neue Richtlinie ersetzt werden.

(3) Angesichts der wachsenden Abhängigkeit der Anleger von persönlichen Empfehlungen ist es zweckmäßig, die Erbringung von Anlageberatungen als eine Wertpapierdienstleistung aufzunehmen, für die es einer Zulassung bedarf. Deshalb sollten den Anlageberatern angemessene und einschlägige Anforderungen vorgeschrieben werden, um sicherzustellen, dass der Inhalt der persönlichen Empfehlungen nicht durch andere Faktoren als die Finanzlage, die Anlageziele, die Kenntnisse, das Risikoprofil und den Sachverstand des Kunden beeinflusst wird. Diese Anforderungen sollten auf die reine Beibringung von Informationen allgemeiner Art über Finanzinstrumente keine Anwendung finden, sofern der Zweck dieser Tätigkeit nicht darin besteht, dem Kunden beim Abschluss bzw. der Erfüllung eines eine Wertpapierdienstleistung bzw. ein Finanzinstrument betreffenden Vertrages behilflich zu sein. Bei der Vergabe der Zulassung für die Erbringung von Anlageberatungen kann die zuständige Behörde bzw. die Stelle, an die sie diese Zuständigkeit weiterleitet, die Zulassungsbedingungen mitberücksichtigen, die bei der Registrierung als Versicherungsvermittler zu erfüllen sind und die sich mit den Anforderungen dieser Richtlinie überschneiden.

(4) Es ist zweckmäßig, in die Liste der Finanzinstrumente Warenderivate aufzunehmen, die so konzipiert sind und gehandelt werden, dass sie unter aufsichtlichen Aspekten den traditionellen Finanzinstrumenten vergleichbar sind. Unter diese Definition fallen bestimmte Termin- oder Optionskontrakte, die auf geregelten Märkten gehandelt und unter Umständen physisch abgerechnet werden können, sofern derlei Kontrakte Merkmale von Finanzinstrumenten aufweisen, und Swaps, die lediglich bar abgerechnet werden und bei denen die abzurechnenden Beträge unter Zugrundelegung der Werte eines breiten Spektrums an Basiskursen, -sätzen, -indizes und anderer Messwerte ermittelt werden. Diesbezüglich ist eventuell zu berücksichtigen, ob das Clearing und die Abrechnung u.a. über anerkannte Clearinghäuser erfolgen, ob eine tägliche Margin-Einschussforderung besteht, ob der Kurs unter Zugrundelegung regelmäßig veröffentlichter Kurse, Standardmengen, Standardliefertermine oder Standardbedingungen im Gegensatz zu den Abrechnungsmodalitäten ermittelt wird, die in den einzelnen Kontrakten festgelegt sind.

(5) Es ist erforderlich, die Ausführung von Geschäften mit Finanzinstrumenten - unabhängig von den für den Abschluss dieser Geschäfte verwendeten Handelsmethoden - umfassend zu regeln, damit bei der Ausführung der entsprechenden Anlegeraufträge eine hohe Qualität gewährleistet ist und die Integrität und Gesamteffizienz des Finanzsystems gewahrt werden. Mit der Richtlinie wird ein kohärenter und risikosensibler Rahmen für die Regulierung der wichtigsten Kategorien der derzeit auf dem europäischen Finanzmarkt vertretenen Auftragsausführungssysteme geschaffen. Es muss einer aufkommenden neuen Generation von Systemen des organisierten Handels neben den geregelten Märkten Rechnung getragen werden, die Pflichten unterworfen werden sollten, die auch weiterhin ein wirksames und ordnungsgemäßes Funktionieren der Finanzmärkte gewährleisten. Um einen angemessenen Regulierungsrahmen zu schaffen, soll eine neue Wertpapierdienstleistung, die sich auf den Betrieb Multilateraler Handelssysteme

("Multilateral Trading Facilities"/ MTF) bezieht, in die Richtlinie aufgenommen werden.

(6) Es sollten Begriffsbestimmungen für den geregelten Markt und das MTF eingeführt werden, die sich eng aneinander anlehnen, wodurch der Tatsache Rechnung getragen wird, dass Beide die Funktion des organisierten Handels erfüllen. Die vorgeschlagenen Begriffsbestimmungen schließen bilaterale Systeme aus, bei denen das Wertpapierhaus jedes Geschäft für eigene Rechnung und nicht als risikofreie, dem Käufer und Verkäufer zwischengeschaltete Gegenpartei tätigt. Der Begriff "Interesse am Kauf bzw. Verkauf" ist im weiten Sinne zu verstehen und schließt Aufträge, Kurse und Interessenbekundungen ein. Die Anforderung, wonach die Interessen "im Rahmen des Systems und gemäß den nichtdiskretionären, vom Betreiber des Systems festgelegten Regeln" zusammengeführt werden müssen, bedeutet, dass die Zusammenführung nach den Regeln des Systems oder mit Hilfe der Protokolle oder internen Betriebsverfahren des Systems (einschließlich der in Computer Software enthaltenen Verfahren) erfolgt. Diese Regeln sollten von der zuständigen Behörde genehmigt sein. "Nichtdiskretionär" bedeutet, dass diese Regeln dem Wertpapierhaus, das ein MTF betreibt, keinerlei Ermessensspielraum im Hinblick auf die möglichen Wechselwirkungen zwischen Interessen einräumen. Den Begriffsbestimmungen zufolge müssen Interessen auf eine Art und Weise zusammengeführt werden, die zu einem Vertrag führt, d.h. die Ausführung erfolgt nach den Regeln des Systems oder über dessen Protokolle oder interne Betriebsverfahren.

(7) Diese Richtlinie soll für Wertpapierhäuser gelten, die im Rahmen ihrer üblichen Tätigkeit auf professioneller Basis Wertpapierdienstleistungen für Dritte erbringen. Deshalb empfiehlt es sich, aus dem Anwendungsbereich dieser Richtlinie alle Personen auszuklammern, die eine andere berufliche Tätigkeit ausüben.

(8) Aus dem Anwendungsbereich der Richtlinie auszuklammern sind Versicherungsunternehmen, deren Tätigkeit von den zuständigen Aufsichtsbehörden in geeigneter Weise überwacht wird und die der Richtlinie 64/225/EWG des Rates vom 25. Februar 1964 zur Aufhebung der Beschränkungen der Niederlassungsfreiheit und des freien Dienstleistungsverkehrs auf dem Gebiet der Rückversicherung und Retrozession6, der Ersten Richtlinie 73/239/EWG des Rates vom 24. Juli 1973 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Direktversicherung (mit Ausnahme der Lebensversicherung)7 sowie der Ersten Richtlinie 79/267/EWG des Rates vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften über die Aufnahme und Ausübung der Direktversicherung (Lebensversicherung) 8 unterliegen.

(9) Unternehmen, die keine Dienstleistungen für Dritte erbringen, sondern deren Tätigkeit darin besteht, Wertpapierdienstleistungen ausschließlich für ihr Mutterunternehmen, ihre Tochterunternehmen oder andere Tochterunternehmen ihres Mutterunternehmens zu erbringen, dürfen nicht unter diese Richtlinie fallen.

---

6 ABl. L 56 vom 4.4.1964, S.878. Richtlinie geändert durch die Beitrittsakte für den Beitritt Dänemarks, Irlands und des Vereinigten Königreichs.

7 ABl. L 228 vom 16.8.1973, S. 3. Richtlinie zuletzt geändert durch die Richtlinie 2002/13/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (ABl. L 77 vom 20.3.2002, S. 17).

8 ABl. L 63 vom 13.3.1979, S. 1. Richtlinie zuletzt geändert durch die Richtlinie 2002/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (ABl. L 77 vom 20.3.2002, S. 11).

(10) Personen, die im Rahmen ihrer beruflichen Tätigkeit Wertpapierdienstleistungen nur gelegentlich erbringen, sollten vom Anwendungsbereich dieser Richtlinie ausgenommen werden, sofern diese Tätigkeit geregelt ist und die betreffende Regelung die gelegentliche Erbringung von Wertpapierdienstleistungen nicht ausschließt.

(11) Unternehmen, deren Wertpapierdienstleistungen ausschließlich in der Verwaltung eines Systems der Arbeitnehmerbeteiligung bestehen und die mithin keine Wertpapierdienstleistungen für Dritte erbringen, dürfen nicht unter diese Richtlinie fallen.

(12) Aus dem Anwendungsbereich der Richtlinie auszuklammern sind Zentralbanken und andere Einrichtungen mit ähnlichen Aufgaben sowie die öffentlichen Einrichtungen, die für die Verwaltung der staatlichen Schulden - einschließlich der Platzierung der staatlichen Schuldtitel - zuständig oder daran beteiligt sind. Diese Ausklammerung gilt jedoch insbesondere nicht für Einrichtungen mit öffentlicher Kapitalbeteiligung, deren Aufgabe erwerbswirtschaftlicher Art ist oder mit der Übernahme von Beteiligungen zusammenhängt.

(13) Aus dem Anwendungsbereich der Richtlinie auszuklammern sind auch Organismen für gemeinsame Anlagen, unabhängig davon, ob sie auf Gemeinschaftsebene koordiniert worden sind, sowie die Verwahr- und Verwaltungsgesellschaften derartiger Organismen, sofern für sie eine unmittelbar auf ihre Tätigkeit abgestimmte Sonderregelung gilt.

(14) Aus Gründen des Anlegerschutzes und der Stabilität des Finanzsystems dürfen Wertpapierhäuser, die die unter diese Richtlinie fallenden Wertpapierdienstleistungen erbringen, erst nach Zulassung durch ihren Herkunftsmitgliedstaat tätig werden.

(15) Die Grundsätze der gegenseitigen Anerkennung und der Kontrolle durch den Herkunftsmitgliedstaat machen es erforderlich, dass die zuständigen Behörden eines jeden Mitgliedstaats die Zulassung in den Fällen nicht erteilen oder entziehen, in denen aus Umständen wie dem Inhalt des Geschäftsplans, der gebietsmäßigen Absteckung oder der tatsächlich ausgeübten Tätigkeit unzweifelhaft hervorgeht, dass das Wertpapierhaus die Rechtsordnung eines Mitgliedstaats in der Absicht gewählt hat, sich den strengeren Normen eines anderen Mitgliedstaats zu entziehen, in dem es den überwiegenden Teil seiner Tätigkeit ausübt oder auszuüben beabsichtigt. Zur Anwendung dieser Richtlinie sollte ein Wertpapierhaus, das eine juristische Person ist, in dem Mitgliedstaat zugelassen werden, in dem sich sein satzungsmäßiger Sitz befindet. Ein Wertpapierhaus, das keine juristische Person ist, sollte in dem Mitgliedstaat zugelassen werden, in dem sich seine Hauptverwaltung befindet. Im übrigen müssen die Mitgliedstaaten verlangen, dass die Hauptverwaltung eines Wertpapierhauses sich stets in seinem Herkunftsmitgliedstaat befindet und dass sie dort tatsächlich tätig ist.

(16) Ein in seinem Herkunftsmitgliedstaat zugelassenes Wertpapierhaus sollte in der Lage sein, in der gesamten Gemeinschaft auf die von ihm für angemessen erachtete Art und Weise tätig zu werden.

(17) Im Interesse einer soliden und umsichtigen Führung eines Wertpapierhauses sollten den Personen, die tatsächlich die Leitung des Hauses wahrnehmen, und Personen, die die tatsächliche Kontrolle ausüben, besondere Verpflichtungen vorgeschrieben

werden. Da bestimmte Wertpapierhäuser von der Verpflichtung im Sinne der Richtlinie 93/6/EWG des Rates vom 15. März 1993 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten9 ausgenommen sind, sollten sie verpflichtet werden, eine Berufshaftpflichtversicherung abzuschließen. Bei den Anpassungen der Beträge dieser Versicherung sollte den Anpassungen Rechnung getragen werden, die im Rahmen der Richtlinie 2002/.../EG des Europäischen Parlaments und des Rates über Versicherungsvermittlung vorgenommen werden10. Diese Sonderbehandlung im Sinne der Kapitaladäquanz wird von jeglichen Beschlüssen unberührt bleiben, die im Hinblick auf die angemessene Behandlung dieser Häuser im Rahmen der künftigen Änderungen der Rechtsvorschriften der Gemeinschaft auf dem Gebiet der Kapitaladäquanz getroffen werden. Bis spätestens zum 31. Dezember 2006 wird die Kommission dem Europäischen Parlament und dem Rat einen Bericht über die Anwendung dieser Bestimmungen vorlegen, dem ggf. Vorschläge für entsprechende Überarbeitungen beizufügen sind. Dabei ist den Entwicklungen in der Gemeinschaft und in anderen internationalen Gremien Rechnung zu tragen, insbesondere aber jenen, die die Kapitalkosten für das operationelle Risiko betreffen.

(18) Da mit der Richtlinie jedoch der Anwendungsbereich der Aufsichtsvorschriften auf jene Institute begrenzt werden soll, die aufgrund der Tatsache, dass sie ein professionelles Handelsbuch führen, Quelle eine Kontrahentenrisikos für andere Marktteilnehmer sind, sollten Institute, die Finanzinstrumente für eigene Rechnung handeln - d.h. auch Warenderivate im Sinne dieser Richtlinie, allerdings als Nebengeschäft zu ihrem Hauptgeschäft - vom Anwendungsbereich der Richtlinie ausgenommen werden.

(19) Da der durch Gemeinschaftsrecht geschaffene Aufsichtsrahmen derzeit nicht der spezifischen Situation von Unternehmen gerecht wird, deren Haupttätigkeit auf konsolidierter Basis im Eigenhandel mit Warenderivaten besteht, ist es zweckmäßig, diese Unternehmen vom Anwendungsbereich der Richtlinie auszunehmen.

(20) Da die Eigentumsrechte des Anlegers an den Wertpapieren und andere eigentumsähnliche Rechte sowie seine Rechte an den dem Wertpapierhaus anvertrauten Geldern zu schützen sind, sollten derlei Rechte insbesondere durch Abgrenzung von den Rechten des Wertpapierhauses geschützt werden. Ungeachtet dieses Grundsatzes darf das Wertpapierhaus jedoch im eigenen Namen im Interesse des Anlegers handeln, wenn dies aufgrund der Natur des Geschäfts erforderlich ist und der Anleger dazu seine Zustimmung erteilt hat, z. B. bei Wertpapierleihgeschäften.

(21) Um sicherzustellen, dass Kleinanleger nicht unzweckmäßige Geschäfte abschließen, sollte der Zugang zu den von einem MTF betriebenen Systemen auf Wertpapierhäuser und Kreditinstitute beschränkt werden, die für eigene Rechnung oder im Namen ihrer Kunden bzw. sonstiger in Frage kommender Gegenparteien handeln.

(22) Die Verfahren für die Zulassung von Zweigniederlassungen in der Gemeinschaft von in Drittländern zugelassenen Wertpapierhäusern finden auf diese Häuser weiterhin Anwendung. Diese Zweigniederlassungen kommen nur in dem Mitgliedstaat, in dem

---

9 ABl L 141 vom 11.6.1993, S. 1. Richtlinie zuletzt geändert durch die Richtlinie 98/33/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (ABl. L 204 vom 21.7.1998, S. 29).

10 ABl. L.

sie errichtet sind, nicht jedoch in den anderen Mitgliedstaaten in den Genuss des freien Dienstleistungsverkehrs oder der Niederlassungsfreiheit gemäß Artikel 49 Absatz 2 des Vertrages. In den Fällen, in denen die Gemeinschaft nicht durch bilaterale oder multilaterale Verpflichtungen gebunden ist, ist es zweckmäßig, ein Verfahren vorzusehen, mit dem sichergestellt wird, dass die Wertpapierhäuser der Gemeinschaft in den entsprechenden Drittländern eine Behandlung nach dem Prinzip der Gegenseitigkeit erfahren.

(23) Das immer größere Spektrum von Tätigkeiten, die viele Wertpapierhäuser und Kreditinstitute gleichzeitig ausführen, hat das Potenzial für Interessenkonflikte zwischen diesen unterschiedlichen Tätigkeiten und den Interessen der Kunden der Institute wachsen lassen. Deshalb ist es vordringlich geworden, Bestimmungen einzuführen, die sicherstellen, dass derlei Konflikte die Kundeninteressen nicht negativ beeinflussen.

(24) Der Rechtsrahmen der Gemeinschaft auf dem Gebiet des Anlegerschutzes ist auszubauen, indem den Wertpapierhäusern verstärkte Anforderungen bei der Erbringung von Dienstleistungen mit oder im Namen von Kunden auferlegt werden. So ist es für ein Wertpapierhaus, das im Namen eines Kunden handelt und gegenüber diesem seinen Vermittlungsverpflichtungen angemessen nachkommen möchte, insbesondere unerlässlich, Informationen über die Finanzlage, die Erfahrungen und die Anlageziele des Kunden einzuholen und eine Bewertung dahingehend vorzunehmen, inwieweit die im Lichte dieser Informationen angebotenen Dienstleistungen oder Geschäfte mit Finanzinstrumenten tatsächlich für den Kunden zweckmäßig sind. Die Vornahme dieser Bewertung ist nicht an das Erfordernis der Einholung einer gesonderten Zulassung für die Erbringung von Anlageberatungen zu knüpfen.

(25) Im Wege der Abweichung vom Grundsatz der Zulassung, Beaufsichtigung und Durchsetzung der Verpflichtungen durch das Herkunftsland, die den Betrieb von Zweigniederlassungen betreffen, ist es zweckmäßig, dass die Aufnahmelandbehörde die Verantwortung für die Durchsetzung der Wohlverhaltensregeln in Bezug auf Geschäfte übernimmt, die mit Kunden über eine Zweigniederlassung getätigt werden. Die Aufnahmelandbehörde ist für die Zweigniederlassung nämlich näher gelegen und besser in der Lage, Verstöße gegen die Vorschriften, die die Geschäfte zwischen einem Wertpapierhaus und seinen Kunden regeln, aufzudecken und zu ahnden.

(26) Um zu gewährleisten, dass Kundenaufträge zu den für den Kunden günstigsten Konditionen ausgeführt werden, müssen die Wertpapierhäuser wirksam zur "bestmöglichen Ausführung" verpflichtet werden. Diese Verpflichtung gilt für Wertpapierhäuser, die dem Kunden gegenüber vertraglich oder im Rahmen eines Vermittlungsgeschäfts verpflichtet sind – unabhängig davon, ob das Wertpapierhaus den Auftrag selbst ausführt oder die Ausführung einem anderen Vermittler überlässt.

(27) Um das Vertrauen in eine unparteiliche und qualitativ hochwertige Auftragsausführung zu stärken und die Kursbildung insgesamt zu verbessern, ist es von grundlegender Bedeutung, dass ein Wertpapierhaus, das einen Limit-Auftrag erhält und diesen nicht zu den gewünschten Bedingungen ausführen kann, ihn an einen geregelten Markt oder ein MTF weiterleitet oder die Bedingungen des gewünschten Handels auf andere Weise auf dem Markt bekannt macht.

(28) In der Richtlinie wird anerkannt, dass die Anleger in vollem Umfang über die potenziellen Risiken und den potenziellen Nutzen bestimmter

Auftragsausführungsverfahren im Bilde sein sollten. Aus diesem Grund sollten die Kunden vor Ausführung ihrer Aufträge, insbesondere gegen die Eigenhandelspositionen des Wertpapierhauses, ihre ausdrückliche Zustimmung geben. Das Wertpapierhaus sollte das Recht haben zu entscheiden, ob diese vorherige Zustimmung generell (z.B. zu Beginn der Geschäftsbeziehung) oder auf Transaktionsbasis eingeholt wird.

(29) Es sollte festgelegt werden, unter welchen Bedingungen Wertpapierhäuser Bevollmächtigte in Anspruch nehmen können. Da ein Bevollmächtigter im Namen eines einzigen Wertpapierhauses nur ein begrenztes Spektrum an Aufgaben erfüllt, sollte er selbst nicht als Wertpapierhaus angesehen werden und seine Tätigkeit nicht in anderen Mitgliedstaaten ausüben können. Die Mitgliedstaaten sollten die Zulassung, Registrierung und Beaufsichtigung auf angemessen ausgestattete und unabhängige selbstverwaltete Stellen übertragen können. Von dieser Richtlinie unberührt bleiben sollte das Recht von Bevollmächtigten, in Bezug auf Finanzdienstleistungen oder -produkte, die nicht unter diese Richtlinie fallen, verbundene Tätigkeiten auszuüben, selbst wenn dies im Namen von Teilen derselben Finanzgruppe geschieht. Die Bedingungen für die Ausübung von Tätigkeiten außerhalb der Geschäftsräume des Wertpapierhauses (Haustürgeschäfte) sollten nicht in dieser Richtlinie festgelegt werden.

(30) Um zu gewährleisten, dass die Wohlverhaltensregeln in Bezug auf Anleger, die diesen Schutz am dringendsten benötigen, angewandt werden und um einer gemeinschaftsweit fest etablierten Marktpraxis Rechnung zu tragen, sollte klargestellt werden, dass bei Geschäften zwischen in Frage kommenden Gegenparteien von einer Anwendung dieser Regeln abgesehen werden kann.

(31) Doch sollte ein Unternehmen, bei dem es sich weder um ein Kreditinstitut noch um ein Wertpapierhaus handelt, nicht allein aufgrund der Tatsache, dass es als "in Frage kommenden Gegenpartei" anerkannt werden kann, sein Recht darauf verlieren, als Kunde behandelt zu werden, der aufgrund der Wohlverhaltensregeln oder im Rahmen eines Vermittlungsgeschäfts Schutz genießt.

(32) In Anbetracht des zweifachen Ziels, die Anleger zu schützen und gleichzeitig ein reibungsloses Funktionieren der Wertpapiermärkte zu gewährleisten, muss für die Transparenz der Geschäfte gesorgt werden sowie dafür, dass die zu diesem Zweck festgelegten Regeln sowohl für Wertpapierhäuser als auch für Kreditinstitute, wenn sie auf dem Markt tätig werden, gelten. Um Anleger bzw. Marktteilnehmer in die Lage zu versetzen, jederzeit die Konditionen eines von ihnen ins Auge gefassten Aktiengeschäfts zu bewerten und im Nachhinein die Konditionen, zu denen es ausgeführt wurde, zu überprüfen, sollten gemeinsame Regeln für die Veröffentlichung abgeschlossener Aktiengeschäfte sowie für die Offenlegung von Einzelheiten zu aktuellen Möglichkeiten des Handels mit Aktien festgelegt werden. Solche Regeln sind erforderlich, um eine echte Integration der Aktienmärkte der Mitgliedstaaten zu gewährleisten, die Effizienz des globalen Kursbildungsprozesses bei Aktieninstrumenten zu steigern und die effektive Einhaltung der Pflicht zur "bestmöglichen Ausführung" zu fördern. Dies erfordert eine umfassende Transparenzregelung für alle Aktiengeschäfte, unabhängig davon, ob ein Wertpapierhaus diese auf bilateraler Basis oder über geregelte Märkte oder MTF ausführt.

(33) Um das notwendige Ausmass vorbörslicher Information, das einen effizienten Kursbildungsprozess bei Aktien voranbringt und Marktteilnehmern erlaubt, die günstigsten Bedingungen für den Abschluss von Transaktionen zu ermitteln, sicherzustellen, ist es angemessen, von Wertpapierhäusern, die auf eigene Rechnung handeln, die Veröffentlichung sicherer zweiseitiger Transaktionskurse für eine spezifizierte Grösse liquider Aktien zu verlangen.

(34) Alle Wertpapierhäuser sollten gemeinschaftsweit gleichermaßen Mitglied eines geregelten Markts werden oder Zugang zu diesem Markt erhalten können. Unabhängig von den in den Mitgliedstaaten bestehenden Formen der organisatorischen Abwicklung von Geschäften, müssen alle technischen und rechtlichen Beschränkungen für den direkten, den indirekten und den Fernzugang zu geregelten Märkten aufgehoben werden.

(35) Um den Abschluss grenzübergreifender Geschäfte zu erleichtern, sollte Wertpapierhäusern - einschließlich solcher, die MTF betreiben - auch gemeinschaftsweit Zugang zu Clearing- und Abrechnungssystemen verschafft werden, unabhängig davon, ob die Geschäfte über geregelte Märkte in den jeweiligen Mitgliedstaaten geschlossen wurden. Wertpapierhäuser, die unmittelbar an Abrechnungssystemen in Partnerländern teilnehmen möchten, sollten die für eine Mitgliedschaft erforderlichen operationellen und gewerblichen Anforderungen sowie die zur Aufrechterhaltung eines reibungslosen und ordnungsgemäßen Funktionierens der Finanzmärkte erlassenen Aufsichtsmaßnahmen erfüllen müssen.

(36) Die Zulassung zum Betrieb eines "geregelten Markts" sollte sich auf alle Tätigkeiten erstrecken, die direkt mit der Anzeige, der Abwicklung, der Ausführung, der Bestätigung und der Meldung von Aufträgen in Verbindung stehen, und zwar ab dem Zeitpunkt, zu dem diese Aufträge beim geregelten Markt eingehen, bis zu dem Zeitpunkt, zu dem sie zwecks anschließendem Abschluss weitergeleitet werden. Auch sollte die Zulassung für Tätigkeiten gelten, die mit der Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel in Verbindung stehen. Dies sollte auch Geschäfte einschließen, die über bestimmte, vom geregelten Markt benannte Marktmacher nach den Regeln und Systemen des geregelten Markts geschlossen werden.

(37) Die Betreiber geregelter Märkte sollten auch ein MTF betreiben können, ohne zusätzlich eine Zulassung als Wertpapierhaus einholen zu müssen.

(38) Die Bestimmungen, die diese Richtlinie in Bezug auf die Zulassung von Instrumenten zum Handel nach den vom geregelten Markt durchgesetzten Regeln enthält, sollten die Anwendung der Bestimmungen der Richtlinie 2001/34/EWG über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen[11] unberührt lassen. Ein geregelter Markt sollte nicht daran gehindert werden, die Emittenten von Wertpapieren oder Instrumenten, deren Zulassung zum Handel er gerade überprüft, strengeren Anforderungen zu unterwerfen als in dieser Richtlinie vorgeschrieben.

(39) Die Mitgliedstaaten sollten für die Durchsetzung der in dieser Richtlinie festgelegten weit reichenden Verpflichtungen mehrere zuständige Behörden benennen können. Um Unabhängigkeit von der Wirtschaft zu garantieren und Interessenkonflikte zu

---

[11] ABl. L 184 vom 6.7.2001, S. 1.

vermeiden, sollte es sich dabei um öffentliche Stellen handeln. Die Benennung öffentlicher Stellen sollte die Möglichkeit einer Aufgabenübertragung, bei der die Verantwortung bei der zuständigen Behörde verbleibt, nicht ausschließen.

(40) Die Befugnisse der zuständigen Behörden müssen stärker aneinander angeglichen werden, um so den Weg für eine gleichstarke Durchsetzung der Richtlinie auf allen Teilen des integrierten Finanzmarkts zu ebnen. Ein gemeinsamer Mindestkatalog von Befugnissen, verbunden mit einer angemessenen Mittelausstattung dürfte eine wirksame Beaufsichtigung garantieren.

(41) Zum Schutz der Kunden und unbeschadet ihres Rechts auf Anstrengung eines Gerichtsverfahrens sollten die Mitgliedstaaten öffentliche oder private Stellen, deren Aufgabe die außergerichtliche Beilegung von Streitfällen ist, dazu ermutigen, bei der Lösung grenzübergreifender Streitfälle zusammenzuarbeiten und dabei der Empfehlung 98/257/EG der Kommission vom 30. März 1998 über die Grundsätze für Einrichtungen, die für die außergerichtliche Beilegung von Verbraucherrechtsstreitigkeiten zuständig sind[12], Rechnung tragen. Die Mitgliedstaaten werden ermutigt, bei der Umsetzung von Bestimmungen über Beschwerde- und Schlichtungsverfahren für die außergerichtliche Streitbeilegung auf bestehende grenzübergreifende Systeme für die Zusammenarbeit, insbesondere das Beschwerdenetz für den Finanzdienstleistungssektor (FIN-Net), zurückzugreifen.

(42) Die Bestimmungen über den Austausch von Informationen zwischen den zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten sowie deren gegenseitige Verpflichtung zur Amtshilfe und Zusammenarbeit müssen verstärkt werden. In Anbetracht zunehmender grenzübergreifender Tätigkeiten sollten die zuständigen Behörden einander die für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben zweckdienlichen Informationen liefern, um eine wirksame Umsetzung dieser Richtlinie auch in Situationen zu gewährleisten, in denen Verstöße oder mutmaßliche Verstöße für die Behörden in zwei oder mehreren Mitgliedstaaten von Bedeutung sein können. Bei diesem Informationsaustausch ist eine strenge Geheimhaltung erforderlich, um die reibungslose Übermittlung der Informationen und den Schutz der besonderen Rechte von Personen zu gewährleisten.

(43) Am 17. Juli 2000 setzte der Rat den Ausschuss der Weisen zur Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte ein. In seinem Schlussbericht regte der Ausschuss der Weisen die Einführung eines neuen Rechtsetzungsverfahrens an und schlug zu diesem Zweck ein Vier-Stufen-Konzept vor, bestehend aus Rahmenprinzipien, Durchführungsmaßnahmen, Zusammenarbeit und Durchsetzung. Demnach sollten in Stufe 1, d. h. in der Richtlinie, lediglich allgemeine Rahmenprinzipien festgeschrieben werden, während die technischen Umsetzungsmaßnahmen in Stufe 2 von der Kommission unter Mithilfe eines Ausschusses festgelegt werden sollten.

(44) In der vom Europäischen Rat am 23. März 2001 in Stockholm angenommenen Entschließung wurde der Schlussbericht des Ausschusses der Weisen und das darin vorgeschlagene Vier-Stufen-Konzept, das die gemeinschaftliche Rechtsetzung im Wertpapierbereich effizienter und transparenter machen soll, gebilligt.

(45) Nach Auffassung des Europäischen Rates von Stockholm sollte häufiger auf die Durchführungsmaßnahmen der Stufe 2 zurückgegriffen werden, um sicherzustellen,

---

[12] ABl. L 115 vom 17.4.1998, S. 31.

dass die technischen Bestimmungen mit Marktentwicklung und Aufsichtspraktiken Schritt halten; ferner sollten für alle Etappen der Stufe 2 Fristen gesetzt werden.

(46) In seiner Entschließung vom 5. Februar 2002 zur Umsetzung der Rechtsvorschriften für Finanzdienstleistungen hat das Europäische Parlament den Bericht des Ausschusses der Weisen auf der Grundlage der von der Kommission am gleichen Tag vor dem Parlament abgegebenen feierlichen Erklärung und des Schreibens des für den Binnenmarkt zuständigen Mitglieds der Kommission vom 2. Oktober 2001 an die Vorsitzende des Ausschusses des Parlaments für Wirtschaft und Währung bezüglich der Sicherung der Rolle des Europäischen Parlaments in diesem Prozess gebilligt.

(47) Die zur Umsetzung dieser Richtlinie erforderlichen Maßnahmen sollten gemäß dem Beschluss 1999/468/EG des Rates vom 28. Juni 1999 zur Festlegung der Modalitäten für die Ausübung der der Kommission übertragenen Durchführungsbefugnisse[13] erlassen werden.

(48) Dem Europäischen Parlament sollten vom Zeitpunkt der ersten Übermittlung des Entwurfs von Durchführungsmaßnahmen an drei Monate eingeräumt werden, um diese zu überprüfen und dazu Stellung zu nehmen. Diese Frist kann in dringenden und angemessen begründeten Fällen verkürzt werden. Nimmt das Parlament innerhalb dieser Frist eine Entschließung an, so sollte die Kommission die Maßnahmenentwürfe einer erneuten Überprüfung unterziehen.

(49) Um den weiteren Entwicklungen auf den Finanzmärkten Rechnung zu tragen, sollte die Kommission dem Europäischen Parlament und dem Rat Berichte über den Anwendungsbereich der Transparenzregeln und die mögliche Zulassung von auf Warenderivate spezialisierten Händlern als Wertpapierhäuser vorlegen.

(50) Die Richtlinie 85/611/EWG des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren[14], die Richtlinie 93/6/EWG und die Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. März über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute[15] sollten geändert und an die Bestimmungen dieser Richtlinie angepasst werden.

(50) Das Ziel, einen integrierten Finanzmarkt zu schaffen, auf dem die Anleger wirksam geschützt und Effizienz und Integrität für den gesamten Markt gesichert sind, lässt sich nur erreichen, indem für Wertpapierhäuser unabhängig von ihrem Zulassungsort in der Gemeinschaft und für die Funktionsweise geregelter Märkte und anderer Handelssysteme gemeinsame rechtliche Anforderungen festgelegt werden, die verhindern, dass Opazität oder Störungen auf einem Markt das reibungslose Funktionieren des europäischen Finanzsystems insgesamt beeinträchtigen. Da sich dieses Ziel besser auf Gemeinschaftsebene erreichen lässt, kann die Gemeinschaft nach dem in Artikel 5 EG-Vertrag festgelegten Subsidiaritätsprinzip Maßnahmen erlassen. In Einklang mit dem in diesem Artikel festgelegten Grundsatz der Verhältnismäßigkeit geht die Richtlinie nicht über das dazu erforderliche Maß hinaus -

---

13 ABl. L 184 vom 17.7.1999, S. 23.

14 ABl. L 375 vom 31.12.1985, S. 31, zuletzt geändert durch die Richtlinie 2001/108/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (ABl. L 41 vom 13.2.2002, S.35).

15 ABl. L 126 vom 26.5.2000, S. 1, zuletzt geändert durch die Richtlinie 2000/28/EG (ABl. L 275 vom 27.10.2000, S.37).

HABEN FOLGENDE RICHTLINIE ERLASSEN:

TITEL I

BEGRIFFSBESTIMMUNGEN UND ANWENDUNGSBEREICH

Artikel 1
Anwendungsbereich

1. Diese Richtlinie findet auf Wertpapierhäuser und geregelte Märkte Anwendung.

2. Artikel 12 und 13 sowie die Kapitel II und III unter Titel II gelten auch für Kreditinstitute, die gemäß der Richtlinie 2000/12/EG befugt sind, eine oder mehrere Wertpapierdienstleistung(en) zu erbringen.

Artikel 2
Ausnahmen

1. Diese Richtlinie findet keine Anwendung auf:

(a) Versicherungsunternehmen im Sinne von Artikel 1 der Richtlinie 73/239/EWG oder Artikel 1 der Richtlinie 79/267/EWG sowie Unternehmen, die die in der Richtlinie 64/225/EWG genannten Rückversicherungs- und Retrozessionstätigkeiten ausüben;

(b) Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen ausschließlich für ihr Mutterunternehmen, ihre Tochterunternehmen oder andere Tochterunternehmen ihres Mutterunternehmens erbringen;

(c) Personen, die Wertpapierdienstleistungen erbringen, wenn diese Tätigkeit im Rahmen einer Berufstätigkeit gelegentlich ausgeübt wird und letztere durch Rechts- oder Verwaltungsvorschriften bzw. Standesregeln geregelt ist und diese die Erbringung der Dienstleistung nicht ausschließen;

(d) Unternehmen, deren Wertpapierdienstleistungen ausschließlich in der Verwaltung eines Systems der Arbeitnehmerbeteiligungen bestehen;

(e) Unternehmen, die als Wertpapierdienstleistungen sowohl die Verwaltung eines Systems der Arbeitnehmerbeteiligungen als auch Wertpapierdienstleistungen ausschließlich für ihre Mutterunternehmen, ihre Tochterunternehmen oder andere Tochterunternehmen ihrer Mutterunternehmen erbringen;

(f) die Mitglieder des Europäischen Systems der Zentralbanken und andere nationale Einrichtungen mit ähnlichen Aufgaben sowie sonstige öffentliche Einrichtungen, die für die Verwaltung der staatlichen Schulden zuständig oder daran beteiligt sind;

(g) Organismen für gemeinsame Anlagen, unabhängig davon, ob sie auf Gemeinschaftsebene koordiniert worden sind, sowie die Verwahr- und Verwaltungsgesellschaften derartiger Organismen;

(h) Personen, die für eigene Rechnung mit Finanzinstrumenten handeln, wobei dieser Handel eine Nebentätigkeit zu ihrer Haupttätigkeit ist und die Haupttätigkeit weder in der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen im Sinne der Richtlinie noch in der Erbringung von Bankdienstleistungen gemäß der Richtlinie 2000/12/EG besteht;

(i) Unternehmen, deren Haupttätigkeit auf konsolidierter Basis im Eigenhandel mit Warenderivaten besteht;

(j) Unternehmen, deren Wertpapierdienstleistung ausschließlich darin besteht, auf einem Finanztermin- oder Optionsmarkt lediglich für eigene Rechnung oder für Rechnung anderer Mitglieder des gleichen Marktes tätig zu werden oder für diese einen Preis bzw. Kurs zu erzielen, und die durch eine Garantie seitens eines Clearingsmitglieds des gleichen Marktes abgedeckt sind; die Verantwortung für die Erfüllung der von einem solchen Unternehmen abgeschlossenen Geschäfte wird dabei von einem Clearingmitglied des gleichen Marktes übernommen;

(k) Vereinigungen, die von dänischen Pensionsfonds mit dem ausschließlichen Ziel gegründet wurden, die Vermögenswerte der beteiligten Pensionsfonds zu verwalten;

(l) 'agenti di cambio', deren Tätigkeiten und Aufgaben in Artikel 201 des italienischen Gesetzesdekrets Nr. 58 vom 28. Februar 1998 geregelt sind.

2. Die durch diese Richtlinie verliehenen Rechte beziehen sich nicht auf die Erbringung von Dienstleistungen, die als Gegenpartei bei Geschäften erbracht werden, die wiederum von Mitgliedern des Europäischen Systems der Zentralbanken bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben getätigt werden, so wie sie im Vertrag und im Statut des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank festgeschrieben sind.

3. Um den Entwicklungen auf den Finanzmärkten Rechnung zu tragen und eine einheitliche Anwendung dieser Richtlinie sicherzustellen, kann die Kommission im Einvernehmen mit dem in Artikel 59 Absatz 2 festgelegten Verfahren die in Absatz 1 dieses Artikels genannten Ausnahmen klären.

Artikel 3
Begriffsbestimmungen

1. Im Sinne dieser Richtlinie bedeuten

(1) *Wertpapierhaus*: jede juristische Person, die im Rahmen ihrer üblichen beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit gewerbsmäßig Wertpapierdienstleistungen erbringt.

(2) *Wertpapierdienstleistung:* jede Dienstleistung, die in Abschnitt A von Anhang I aufgeführt ist und sich auf eines der Instrumente in Abschnitt C von Anhang I bezieht.

(3) *Nebendienstleistung:* jede Dienstleistung, die Gegenstand von Abschnitt B in Anhang I ist und sich auf jedes der in Abschnitt C von Anhang I genannten Instrumente bezieht.

(4) *Anlageberatung:* die Abgabe einer persönlichen Empfehlung für einen Kunden, die sich auf ein Geschäft oder mehrere Geschäfte mit Finanzinstrumenten bezieht.

(5) *Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden:* Wahrnehmung der Tätigkeit eines Vermittlers zwecks Erzielung einer Vereinbarung, aufgrund deren ein Finanzinstrument oder mehrere Finanzinstrumente im Namen von Kunden gekauft oder verkauft werden.

(6) *Handel für eigene Rechnung:* ein aktiver Handel auf der Grundlage des eigenen Kapitals, der auf einer regelmäßigen und professionellen Basis betrieben wird und zum Abschluss von Geschäften mit einem oder mehreren Finanzinstrumenten führt.

(7) *Kunde:* jegliche natürliche oder juristische Person, die sich an ein Wertpapierhaus zwecks Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Nebendienstleistungen wendet.

(8) *Professioneller Kunde:* ein Kunde, der über ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügt, um seine eigenen Anlageentscheidungen treffen und die verbundenen Risiken angemessen bewerten zu können, und zwar auf der Grundlage der in Anhang II genannten Kriterien und Verfahren.

(9) *Betreiber eines Marktes:* eine Person oder mehrere Personen, die das Geschäft eines geregelten Marktes tatsächlich leitet/n.

(10) *Geregelter Markt:* ein multilaterales System, das von einem Betreiber eines Marktes betrieben wird und die Interessen multipler dritter Parteien am Kauf bzw. Verkauf von Finanzinstrumenten zusammenführt. Dies muss im Rahmen des Systems und gemäß nichtdiskretionärer Regeln auf eine Art und Weise geschehen, die zu einem Vertrag führt, und zwar in Bezug auf Finanzinstrumente, die zum Handel gemäß den Regeln und über die Systeme des Marktes zugelassen wurden. Der geregelte Markt muss eine Zulassung erhalten haben und im Sinne von Titel III dieser Richtlinie ordnungsgemäß funktionieren.

(11) *Multilaterales Handelssystem ("Multilateral trading facility" /MTF)*: ein multilaterales System, das die Interessen multipler dritter Parteien am Kauf bzw. Verkauf von Finanzinstrumenten zusammenführt. Dies muss im Rahmen des Systems und gemäß nichtdiskretionärer Regeln auf eine Art und Weise geschehen, die zu einem Vertrag führt. ;

(12) *Bestens-Auftrag*: ein Auftrag zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments zum bestmöglichen Kurs.

(13) *Limit-Auftrag:* ein Auftrag zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments innerhalb eines spezifischen Limits oder besser.

(14) *Finanzinstrument:* all jene Instrumente, die Gegenstand von Abschnitt C in Anhang I sind.

(15) *Wertpapiere:* jene Kategorien von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können mit der Ausnahme von Zahlungsinstrumenten wie

(a) Aktien von Unternehmen und andere Aktien von Unternehmen, Anteilen an Gesellschaften oder an anderen Unternehmensformen gleichzustellende Wertpapiere sowie Zertifikate der Wertpapiersammelbanken für derlei Anteile;

(b) Schuldverschreibungen und sonstige verbriefte Schuldtitel;

(c) allen sonstigen Formen von Wertpapieren, die zum Kauf bzw. Verkauf derartiger Wertpapiere berechtigen oder die zur Kassaregulierung führen, die anhand der Wertpapiere, Währungen, Zinssätze oder Zinsrenditen, Waren oder anderen Indizes bzw. Messwerten bestimmt wird.

(16) *Geldmarktinstrumente*: die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelten Kategorien von Instrumenten, wie Schatzwechsel, Einlagenzertifikate, "commercial paper" , mit der Ausnahme von Zahlungsinstrumenten.;

(17) *Herkunftsmitgliedstaat*:

(a) *Im Falle von Wertpapierhäusern:*

i) sofern das Wertpapierhaus eine natürliche Person ist, der Mitgliedstaat, in dem die Hauptverwaltung belegen ist;

ii) sofern das Wertpapierhaus eine juristische Person ist, der Mitgliedstaat, in dem der satzungsmäßige Sitz belegen ist. In diesem Fall hat die zuständige Behörde auch zu gewährleisten, dass die Hauptverwaltung des Wertpapierhauses in diesem Mitgliedstaat belegen ist; oder

iii) wenn das Wertpapierhaus gemäß dem für es geltenden einzelstaatlichen Recht keinen satzungsmäßigen Sitz hat, der Mitgliedstaat, in dem seine Hauptverwaltung belegen ist.

(b) *Im Falle eines geregelten Marktes:* der Mitgliedstaat, in dem der geregelte Markt registriert ist oder - sofern er gemäß dem Recht dieses Mitgliedstaats keinen satzungsmäßigen Sitz hat, der Mitgliedstaat, in dem die Hauptverwaltung des geregelten Marktes belegen ist.

(18) *Aufnahmemitgliedstaat:* der Mitgliedstaat, in dem ein Wertpapierhaus eine Zweigniederlassung hat oder Dienstleistungen erbringt.

(19) *Zuständige Behörde:* die Behörde, die vom Herkunftsmitgliedstaat gemäß Artikel 45 bestimmt wird, sofern in den Einzelbestimmungen dieser Richtlinie nicht anders spezifiziert.

(20) *Kreditinstitute*: Kreditinstitute im Sinne der Richtlinie 2000/12/EG.

(21) *OGAW-Verwaltungsgesellschaft*: eine Verwaltungsgesellschaft im Sinne der Richtlinie 85/611/EWG.

(22) *Bevollmächtigter:* eine natürliche oder juristische Person, die - ohne als Wertpapierhaus im Sinne dieser Richtlinie zu gelten - die Wertpapierdienstleistungen und die Nebendienstleistungen eines

Wertpapierhauses für Kunden oder potenzielle Kunden erbringt, Anweisungen oder Aufträge des Kunden in Bezug auf diese Wertpapierdienstleistungen oder Finanzinstrumente sammelt und an das Wertpapierhaus weiterleitet und die Kunden bzw. potenziellen Kunden im Hinblick auf die vom Wertpapierhaus angebotenen Finanzinstrumente oder Dienstleistungen berät. Dies geschieht unter der vollen und vorbehaltslosen Haftung des Wertpapierhauses, für das der Bevollmächtigte tätig ist.

(23) *Zweigniederlassung:* eine Betriebsstelle, die einen rechtlich unselbständigen Teil einer Wertpapierhaus bildet und Wertpapierdienstleistungen erbringt, für die das Wertpapierhaus eine Zulassung erhalten hat.

(24) *Qualifizierte Beteiligung:* das direkte oder indirekte Halten von mindestens 10% des Kapitals des Wertpapierhauses oder der Stimmrechte im Sinne von Artikel 7 der Richtlinie 88/627/EWG des Rates[16] oder die Möglichkeit der Ausübung eines maßgeblichen Einflusses auf die Geschäftsführung eines Wertpapierhauses, an dem eine Beteiligung gehalten wird.

(25) *Mutterunternehmen:* ein Mutternunternehmen im Sinne der Artikel 1 und 2 der Richtlinie 83/349/EWG des Rates[17].

(26) *Tochterunternehmen:* ein Tochterunternehmen im Sinne der Artikel 1 und 2 der Richtlinie 83/349/EWG des Rates, einschließlich jedes Tochterunternehmens eines Tochterunternehmens eines an der Spitze stehenden Mutterunternehmens.

(27) *Kontrolle:* die Kontrolle im Sinne des Artikels 1 der Richtlinie 83/349/EWG des Rates.

(28) *Enge Verbindungen:* eine Situation, in der zwei oder mehrere natürliche oder juristische Personen verbunden sind durch

(a) *Beteiligung*, d.h. das direkte Halten oder das Halten im Wege der Kontrolle von mindestens 20% der Stimmrechte oder des Kapitals an einem Unternehmen oder

(b) *Kontrolle*, d.h. die Verbindung zwischen einem Mutterunternehmen und einem Tochterunternehmen in allen Fällen des Artikels 1 Absätze 1 und 2 der Richtlinie 83/349/EWG des Rates oder ein gleichgeartetes Verhältnis zwischen einer natürlichen oder einer juristischen Person und einem Unternehmen; jedes Tochterunternehmen eines Tochterunternehmens wird ebenfalls als Tochterunternehmen des Mutterunternehmens angesehen, das an der Spitze dieser Unternehmen steht.

Als enge Verbindung zwischen zwei oder mehreren natürlichen oder juristischen Personen gilt auch eine Situation, in der die betreffenden Personen mit ein und derselben Person durch ein Kontrollverhältnis dauerhaft verbunden sind.

---

16 ABl. L 348 vom 17.12.1988, S. 62.
17 ABl. L 193 vom 18.7.1983, S. 1.

2. Um den Entwicklungen auf den Finanzmärkten Rechnung zu tragen und die einheitliche Anwendung dieser Richtlinie sicherzustellen, kann die Kommission im Einvernehmen mit dem in Artikel 59 Absatz 2 festgelegten Verfahren die in Absatz 1 dieses Artikels festgelegten Definitionen klären.

TITEL II

ZULASSUNG UND TÄTIGKEITSBEDINGUNGEN FÜR WERTPAPIERHÄUSER

KAPITEL 1

BEDINGUNGEN UND VERFAHREN FÜR DIE ZULASSUNG

Artikel 4
Zulassungsanforderungen

1. Jeder Mitgliedstaat behält die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen Wertpapierhäusern vor. Auch stellt er sicher, dass sämtliche Wertpapierhäuser, für die er der Herkunftsmitgliedstaat ist, erst dann ihre Tätigkeit aufnehmen, wenn sie gemäß den Bestimmungen dieser Richtlinie eine Zulassung erhalten haben.

2. Abweichend von Absatz 1 können die Mitgliedstaaten Betreibern eines Marktes gestatten, ein MTF zu betreiben, sofern den Artikeln 13, 24, 27 und 28 dieser Richtlinie Genüge getan wird.

3. Abweichend von Artikel 3 Absatz 1 Ziffer 1 können die Mitgliedstaaten in den Begriff des Wertpapierhauses Gesellschaften einbeziehen, die keine juristischen Personen sind,

   (a) wenn ihre Rechtsform Dritten gegenüber ein Schutzniveau bietet, das dem von juristischen Personen gebotenen Schutz gleichwertig ist, und

   (b) sofern sie einer gleichwertigen und ihrer Rechtsform angemessenen Aufsicht unterliegen.

   Erbringt diese natürliche Person jedoch Dienstleistungen, die das Halten von Geldern oder Wertpapieren Dritter umfassen, so kann sie nur dann als Wertpapierhaus im Sinne dieser Richtlinie gelten, wenn sie unbeschadet der sonstigen in dieser Richtlinie und in der Richtlinie 93/6/EWG des Rates festgelegten Anforderungen folgende Bedingungen erfüllt:

   (a) Die Eigentumsrechte Dritter an ihren Wertpapieren und Geldern werden gewahrt, vor allem im Falle der Insolvenz des Unternehmens oder seiner Eigentümer, einer Pfändung, einer Aufrechnung oder anderer von den Gläubigern des Unternehmens oder seinen Eigentümern geltend gemachter Ansprüche.

   (b) Das Wertpapierhaus ist Vorschriften unterworfen, welche die Überwachung seiner Solvenz einschließlich der ihrer Eigentümer zum Gegenstand haben.

(c) Der Jahresabschluss des Wertpapierhauses wird von einer oder mehreren nach dem einzelstaatlichen Recht zur Rechnungsprüfung befugten Personen geprüft.

(d) Hat ein Wertpapierhaus nur einen Eigentümer, so trifft dieser entsprechende Vorkehrungen für den Schutz der Anleger, falls das Wertpapierhaus die Geschäftstätigkeit aufgrund seines Ablebens, seiner Geschäftsunfähigkeit oder einer vergleichbaren Gegebenheit einstellt

4. Die Mitgliedstaaten erstellen ein Register sämtlicher Wertpapierhäuser. Dieses Register muss öffentlich zugänglich sein und Informationen über Dienstleistungen enthalten, für die das Wertpapierhaus eine Zulassung erhalten hat. Auch ist dieses Register regelmäßig zu aktualisieren.

5. Im Falle von Wertpapierhäusern, die lediglich Anlageberatungen vornehmen, können die Mitgliedstaaten der zuständigen Behörde gestatten, die Aufgabe der Gewährung von Zulassungen an eine Stelle zu delegieren, die den in Artikel 45 Absatz 2 genannten Bedingungen genügt.

Artikel 5
Anwendungsbereich der Zulassung

1. Der Herkunftsmitgliedstaat sorgt dafür, dass in der Zulassung die Wertpapierdienstleistungen spezifiziert werden, die das Wertpapierhaus erbringen darf. Die Zulassung kann auch eine oder mehrere der in Abschnitt B von Anhang I genannten Nebendienstleistungen enthalten. Die Zulassung darf auf keinen Fall lediglich für die Erbringung von Nebendienstleistungen erteilt werden.

2. Ein Wertpapierhaus, das um eine Zulassung zwecks Ausdehnung seiner Tätigkeiten auf zusätzliche Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen ersucht, die zum Zeitpunkt der Erstzulassung nicht vorgesehen waren, kann einen Antrag auf Ausdehnung seiner Zulassung stellen.

3. Die Zulassung ist in der gesamten Europäischen Gemeinschaft gültig und gestattet einem Wertpapierhaus, die Wertpapierdienstleistungen, für die es eine Zulassung erhalten hat, in der gesamten Gemeinschaft zu erbringen. Dies kann entweder mittels der Gründung einer Zweigniederlassung oder im Rahmen des freien Dienstleistungsverkehrs geschehen.

Artikel 6
Verfahren für die Gewährung der Zulassung und die Ablehnung von Anträgen auf Zulassung

1. Die zuständige Behörde gewährt die Zulassung erst dann, wenn sie sich vollständig der Tatsache vergewissert hat, dass der Antragsteller sämtlichen Anforderungen genügt, die sich aus den infolge dieser Richtlinie erlassenen Bestimmungen ergeben.

2. Das Wertpapierhaus bringt sämtliche Informationen, d. h. einschließlich eines Geschäftsplans bei, aus dem vor allem die Art der geplanten Geschäfte und der organisatorische Aufbau des Wertpapierhauses hervorgehen. Diese Informationen benötigt die zuständige Behörde, um sich der Tatsache zu vergewissern, dass das Wertpapierhaus zum Zeitpunkt seiner Erstzulassung alle erforderlichen

Vorkehrungen getroffen hat, um seinen sich aus den Bestimmungen dieses Kapitels ergebenden Verpflichtungen nachzukommen.

3. Dem Antragsteller ist binnen sechs Monaten nach Einreichung eines vollständig ausgefüllten Antrags mitzuteilen, ob eine Zulassung gewährt wird oder nicht.

Artikel 7
Entzug der Zulassung

1. Die zuständige Behörde darf einem Wertpapierhaus die Zulassung nur entziehen, wenn das betreffende Wertpapierhaus

(a) von der Zulassung nicht binnen zwölf Monaten Gebrauch macht, ausdrücklich auf sie verzichtet oder in den sechs vorhergehenden Monaten keine Wertpapierdienstleistung erbracht hat, es sei denn, der betreffende Mitgliedstaat sieht in diesen Fällen ohnehin das Erlöschen der Zulassung vor;

(b) die Zulassung aufgrund falscher Erklärungen oder auf sonstige rechtswidrige Weise erhalten hat;

(c) die Voraussetzungen, auf denen die Zulassung beruhte, nicht mehr erfüllt; dazu gehört auch die Nichteinhaltung der Bedingungen, die in der Richtlinie 93/6/EWG des Rates festgeschrieben sind;

(d) in schwerwiegender Weise systematisch gegen die Bestimmungen verstoßen hat, die infolge dieser Richtlinie erlassen wurden und die Tätigkeitsbedingungen für Wertpapierhäuser regeln;

(e) oder wenn ein anderer in den einzelstaatlichen Rechtsvorschriften - die Fragen außerhalb des Anwendungsbereichs dieser Richtlinie behandeln - vorgesehener Fall für den Entzug vorliegt.

Artikel 8
Personen, die die Geschäfte tatsächlich führen

1. Die Mitgliedstaaten schreiben den Personen, die die Geschäfte eines Wertpapierhauses tatsächlich führen, vor, einen ausreichend guten Leumund zu haben und über ausreichende Erfahrungen zu verfügen, um die solide und umsichtige Führung des Wertpapierhauses sicherzustellen.

2. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass das Wertpapierhaus der zuständigen Behörde sämtliche Veränderungen im Management meldet. Auch müssen alle Informationen übermittelt werden, die zur Bewertung des ausreichend guten Leumunds und der ausreichenden Erfahrungen neuer zur Leitung des Hauses bestellter Personen erforderlich sind.

3. Die zuständige Behörde verweigert die Zulassung, wenn sie nicht davon überzeugt ist, dass die Personen, die die Geschäfte des Wertpapierhauses tatsächlich unmittelbar führen werden, einen ausreichend guten Leumund haben oder über ausreichende Erfahrungen verfügen, oder wenn es objektive und nachweisbare

Gründe gibt davon auszugehen, dass die vorgeschlagenen Veränderungen im Management des Wertpapierhauses seine solide und umsichtige Führung gefährden.

4. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass die Leitung von Wertpapierhäusern von mindestens zwei Personen vorgenommen wird, die die in Absatz 1 genannten Bedingungen erfüllen.

Abweichend vom ersten Unterabsatz können die Mitgliedstaaten Wertpapierhäusern, die natürliche Personen sind, oder Wertpapierhäusern, die juristische Personen sind, die von einer einzigen natürlichen Person in Übereinstimmung mit ihrer Satzung und den nationalen Rechtsvorschriften geführt werden, die Zulassung gewähren. Nichtsdestoweniger stellen die Mitgliedstaaten sicher, dass alternative Vereinbarungen bestehen, die die solide und umsichtige Führung derartiger Wertpapierhäuser gewährleisten.

Artikel 9

Personen, die eine wirksame Kontrolle ausüben und Erwerb qualifizierter Beteiligungen

1. Im Hinblick auf die Gewährleistung der soliden und umsichtigen Führung von Wertpapierhäusern schreiben die Mitgliedstaaten vor, dass Aktionäre, die eine qualifizierte Beteiligung an dem Wertpapierhaus halten, den entsprechenden Ansprüchen genügen.

Bestehen zwischen dem Wertpapierhaus und sonstigen natürlichen oder juristischen Personen enge Beziehungen, gewährt die zuständige Behörde die Zulassung nur dann, wenn diese engen Beziehungen die zuständige Behörde nicht an der wirksamen Wahrnehmung ihrer Aufsichtsfunktionen hindern.

2. Die zuständige Behörde kann die Zulassung verweigern, wenn die Rechts- und/oder Verwaltungsvorschriften eines Drittlandes, die für eine oder mehrere natürliche oder juristische Personen gelten, mit dem bzw. denen das Wertpapierhaus enge Beziehungen unterhält, bzw. Probleme bei der Durchsetzung dieser Vorschriften die zuständige Behörde daran hindern, ihre Aufsichtsfunktionen wirksam wahrzunehmen.

3. Die Mitgliedstaaten schreiben jeder natürlichen oder juristischen Person, die direkt oder indirekt eine qualifizierte Beteiligung eines Wertpapierhauses zu erwerben oder zu veräußern gedenkt, vor, zuvor im Sinne von Unterabsatz 2 die zuständige Behörde über den Umfang der entsprechenden Beteiligung zu unterrichten. Auch sind diese Personen gehalten, der zuständigen Behörde eine Meldung zu erstatten, wenn sie ihre qualifizierte Beteiligung anzuheben oder zu senken gedenken, wenn folglich der Anteil der Stimmrechte oder des von diesen Personen gehaltenen Kapitals 20%, 33% oder 50% erreichen, unterschreiten oder übersteigen würde, oder wenn das Wertpapierhaus die Tochtergesellschaft dieser Personen werden würde.

Unbeschadet des Absatzes 4 kann die zuständige Behörde binnen einer Frist von höchstens drei Monaten ab der in Unterabsatz 1 vorgesehenen Meldung Einspruch gegen diese Absicht erheben, wenn sie nicht davon überzeugt ist, dass die in Unterabsatz 1 genannten Personen den im Interesse der Gewährleistung einer soliden und umsichtigen Führung des Wertpapierhauses zu stellenden Ansprüchen genügen.

Erhebt die zuständige Behörde keinen Einspruch, so kann sie einen Termin festsetzen, bis zu dem die Absichten verwirklicht werden müssen.

4. Wenn es sich bei dem Erwerber der in Absatz 3 genannten Beteiligung um ein in einem anderen Mitgliedstaat zugelassenes Wertpapierhaus, Kreditinstitut bzw. Versicherungsunternehmen handelt oder um ein Mutterunternehmen eines in einem anderen Mitgliedstaat zugelassenen Wertpapierhauses, Kreditinstituts oder Versicherungsunternehmens oder um eine Person, die ein in einem anderen Mitgliedstaat zugelassenes Wertpapierhaus, Kreditinstitut bzw. Versicherungsunternehmen kontrolliert, und wenn aufgrund des Erwerbs das betreffende Unternehmen zu einem Tochterunternehmen des Erwerbers wird oder von diesem kontrolliert wird, ist die Bewertung des Erwerbs Gegenstand der in Artikel 55 genannten vorherigen Konsultation.

5. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass ein Wertpapierhaus bei Kenntnisnahme eines etwaigen Erwerbs oder einer etwaigen Abtretung von Beteiligungen an seinem Kapital, aufgrund deren diese Beteiligungen einen der in Absatz 3 Unterabsatz 1 genannten Schwellenwerte über- bzw. unterschreiten, die zuständige Behörde unverzüglich darüber zu informieren hat.

   Ferner unterrichtet ein Wertpapierhaus die zuständige Behörde mindestens einmal jährlich über die Identität der Aktionäre oder Gesellschafter, die qualifizierte Beteiligungen halten, sowie über deren Volumen, wie es sich zum Beispiel aus den Mitteilungen anlässlich der Jahreshauptversammlung der Aktionäre oder Gesellschafter oder aus den Pflichtmeldungen der börsennotierten Gesellschaften ergibt, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind.

6. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass, falls der durch die in Absatz 1 Unterabsatz 1 genannten Personen ausgeübte Einfluss sich zum Schaden einer umsichtigen und soliden Geschäftsführung der Wertpapierhaus auswirken könnte, die zuständige Behörde die erforderlichen Maßnahmen ergreift, um diesen Zustand zu beenden.

   Diese Maßnahmen können Anträge auf Urteile und/oder die Verhängung von Sanktionen gegen die Mitglieder der Geschäftsleitung oder die Suspendierung des Stimmrechts für Aktien und Anteile, die von den betreffenden Aktionären oder Gesellschaftern gehalten werden, umfassen.

   Ähnliche Maßnahmen gelten für Personen, die ihrer Pflicht zur vorherigen Unterrichtung der zuständigen Behörden beim Erwerb bzw. der Erhöhung einer qualifizierten Beteiligung nicht nachkommen. Für den Fall, dass eine Beteiligung trotz Einspruchs der zuständigen Behörden erworben wurde, sehen die Mitgliedstaaten unbeschadet der von ihnen zu verhängenden Sanktionen vor, dass die entsprechenden Stimmrechte ausgesetzt werden oder dass die Stimmrechtsausübung ungültig ist oder für nichtig erklärt werden kann.

Artikel 10
Mitgliedschaft in einem zugelassenen Anlegerentschädigungssystem

Die zuständige Behörde überprüft, ob ein Unternehmen, das einen Antrag auf Zulassung als Wertpapierhaus gestellt hat, seinen sich aus der Richtlinie 97/9/EG[18] des Europäischen Parlaments und des Rates ergebenden Pflichten zum Zeitpunkt der Zulassung genügt.

Artikel 11
Anfangskapitalausstattung

1. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass die zuständige Behörde keine Zulassung gewährt, wenn das Wertpapierhaus nicht über ausreichend Anfangskapital im Sinne der Anforderungen der Richtlinie 93/6/EWG des Rates verfügt, das für die jeweilige Wertpapierdienstleistung vorgeschrieben ist.

2. Die Mitgliedstaaten gewährleisten auch, dass Wertpapierhäuser, die vom Anwendungsbereich der Richtlinie 93/6/EWG des Rates aufgrund ihres Artikels 2 Absatz 2 Buchstaben c und d ausgenommen sind, eine Berufshaftpflichtversicherung abschließen, die das gesamte Gemeinschaftsterritorium abdeckt, bzw. eine vergleichbare Garantie für Haftungsfälle halten, die sich aus berufsmäßigem Verschulden ergeben. Dabei müssen mindestens EUR 1.000.000 für jeden einzelnen Versicherungsanspruch und aggregiert mindestens EUR 2.000.000 für sämtliche in einem Kalenderjahr eintretende Ansprüche zur Verfügung stehen.

3. Die in Absatz 2 dieses Artikels genannten Beträge werden regelmäßig von der Europäischen Kommission überprüft, um den Veränderungen im Europäischen Verbraucherpreisindex Rechnung zu tragen, der von Eurostat zum gleichen Zeitpunkt wie die aufgrund von Artikel 4 Absatz 7 der Richtlinie 2002/.../EG [Versicherungsvermittlung] vorgenommenen Anpassungen und in Übereinstimmung mit diesen veröffentlicht wird.

Artikel [12]
Organisatorische Anforderungen

1. Der Herkunftsmitgliedstaat sorgt dafür, dass Wertpapierhäuser den in den nachfolgenden Absätzen 2 bis 9 genannten organisatorischen Anforderungen genügen.

2. Ein Wertpapierhaus verwendet angemessene Strategien und Verfahren, um sicherstellen, dass es selbst und seine Geschäftsführung, Angestellten und Bevollmächtigten ihren sich aus dieser Richtlinie ergebenden Verpflichtungen nachkommen, wenn sie Geschäfte mit und im Namen von Kunden tätigen, und die sie dazu anhalten, im Sinne der Marktintegrität zu handeln. Diese Strategien und Verfahren müssen dergestalt sein, dass das Wertpapierhaus auf Ersuchen der zuständigen Behörde nachweisen kann, dass es im Sinne dieser Verpflichtungen vorgegangen ist.

---

[18] ABl. L 84 vom 26.3.1997, S.22.

3. Ein Wertpapierhaus muss so strukturiert und organisiert sein, dass die Risiken für die Kundeninteressen so gering wie möglich gehalten werden, die u.U. durch Interessenkonflikte zwischen dem Wertpapierhaus und seinen Kunden oder zwischen mehreren Kunden des Wertpapierhauses gefährdet werden könnten.

4. Ein Wertpapierhaus greift auf diejenigen Systeme, Ressourcen und Verfahren zurück, die erforderlich sind, um Kontinuität und Regelmäßigkeit bei der Erbringung der Dienstleistung zu gewährleisten.

5. Ein Wertpapierhaus stellt sicher, dass beim Rückgriff auf Dritte zwecks Wahrnehmung von Aufgaben, die für die Erbringung kontinuierlicher und zufriedenstellender Dienstleistungen für die Kunden ausschlaggebend sind, vernünftige Maßnahmen ergriffen werden, um ein unangemessenes zusätzliches operationelles Risiko zu vermeiden. Das "Outsourcing" wichtiger operationeller Aufgaben darf nicht dergestalt erfolgen, dass die Qualität der internen Kontrolle und die Fähigkeit der beaufsichtigenden Stelle beeinträchtigt werden, zu überprüfen, ob das Unternehmen sämtlichen Anforderungen genügt.

6. Ein Wertpapierhaus muss über eine ordnungsgemäße Verwaltung und Buchhaltung, interne Kontrollmechanismen, effiziente Verfahren zur Risikobewertung sowie wirksame Kontroll- und Sicherheitsmechanismen für Datenverarbeitungssysteme verfügen, wozu insbesondere eine Regelung für persönliche Transaktionen der Angestellten des Wertpapierhauses gehört.

7. Ein Wertpapierhaus sorgt dafür, dass die Aufzeichnungen über die von ihm erbrachten Dienstleistungen und abgeschlossenen Geschäfte ausreichen, um der zuständigen Behörde die Kontrolle der Einhaltung der Anforderungen dieser Richtlinie zu ermöglichen und sich vor allem der Tatsache zu vergewissern, dass das Wertpapierhaus sämtlichen Verpflichtungen gegenüber den Kunden nachgekommen ist.

8. Ein Wertpapierhaus, das Kunden gehörende Finanzinstrumente hält, trifft zweckmäßige Vorkehrungen, um die Eigentumsrechte der Kunden - vor allem im Falle der Insolvenz des Wertpapierhauses - an diesen Instrumenten zu schützen, und um zu verhindern, dass die Finanzinstrumente eines Kunden für eigene Rechnung genutzt werden, es sei denn, der Kunde hat seine ausdrückliche Zustimmung dazu gegeben.

9. Ein Wertpapierhaus, das Kunden gehörende Mittel hält, trifft zweckmäßige Vorkehrungen, um die Rechte der Kunden zu schützen und um - außer im Falle von Kreditinstituten - zu verhindern, dass die Mittel der Kunden für eigene Rechnung genutzt werden.

10. Im Falle der Zweigniederlassungen von Wertpapierhäusern, ist die zuständige Behörde des Lands, in dem die Zweigniederlassung belegen ist - unbeschadet der Möglichkeit der zuständigen Herkunftslandbehörde des Wertpapierhauses, direkten Zugang zu den Aufzeichnungen zu erhalten - für die Durchsetzung der Verpflichtung von Absatz 7 verantwortlich, was die von der Zweigniederlassung getätigten Geschäfte betrifft.

11. Um den technischen Entwicklungen auf den Finanzmärkten Rechnung zu tragen und die einheitliche Anwendung der Absätze 2 bis 10 sicherzustellen, kann die

Kommission im Einvernehmen mit dem in Artikel 59 Absatz 2 festgelegten Verfahren Durchführungsmaßnahmen erlassen, die die konkreten organisatorischen Anforderungen im Detail festlegen, die Wertpapierhäusern vorzuschreiben sind, die verschiedene Wertpapierdienstleistungen und Nebendienstleistungen bzw. entsprechende Kombinationen erbringen.

Artikel 13
Handelsprozess und Abschluss von Geschäften über MTF

1. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierhäuser, die ein MTF betreiben, zusätzlich zur Einhaltung der Anforderungen von Artikel 12 transparente und nichtdiskretionäre Regeln und Verfahren für einen fairen und ordnungsgemäßen Handel festlegen, sowie objektive Kriterien für die wirksame Ausführung von Aufträgen abstecken, so dass die Nutzer im Rahmen des MTF oder mittels des MTF zu jedwedem Zeitpunkt für den Umfang des geplanten Geschäfts den bestmöglichen Kurs erzielen können. Diese Regeln und Verfahren sind zuvor von der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats zu genehmigen.

2. Auch sehen die Mitgliedstaaten vor, dass Wertpapierhäuser, die ein MTF betreiben, Zugang zu diesem System auf der Grundlage transparenter und objektiver kommerzieller Bedingungen verschaffen. Wertpapierhäuser, die ein MTF betreiben, müssen in der Lage sein, lediglich den in Frage kommenden Gegenparteien im Sinne von Artikel 22 Absatz 3 die Nutzung dieser Systeme und den Zugang zu ihnen zu ermöglichen.

3. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierhäuser, die ein MTF betreiben, die Nutzer klar über ihre jeweilige Verantwortung für die Abrechnung der Geschäfte informieren, die über das System abgewickelt werden. Wenn Wertpapierhäuser, die ein MTF betreiben, einen Teil der Verantwortung für die Abrechnung derartiger Geschäfte übernehmen, hat die zuständige Behörde sicherzustellen, dass sie die erforderlichen Vorkehrungen getroffen haben, um eine wirksame Abrechnung zu erleichtern.

4. Wird ein Wertpapier, das zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen wurde, ebenfalls über ein MTF gehandelt, ohne dass der Emittent seine Zustimmung dazu gegeben hat, so braucht der Emittent den Verpflichtungen nicht nachkommen, die in Bezug auf die Erstoffenlegung, laufende Offenlegung oder Ad hoc-Offenlegung von Finanzunterlagen für das MTF bestehen.

5. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass ein Wertpapierhaus, das ein MTF betreibt, unverzüglich jeder Anweisung seitens seiner zuständigen Behörde aufgrund von Artikel 46 Absatz 1 nachkommt, wenn diese die Entfernung oder die Aussetzung eines Finanzinstruments vom Handel betrifft.

6. Um den technischen Entwicklungen auf den Finanzmärkten Rechnung zu tragen und die einheitliche Anwendung von Absatz 1 und Absatz 2 sicherzustellen, kann die Kommission im Einvernehmen mit dem in Artikel 59 Absatz 2 festgelegten Verfahren Durchführungsmaßnahmen erlassen, die den Inhalt der Handelsvorschriften für einen fairen und ordnungsgemäß funktionierenden Handel über das MTF regeln.

Artikel 14

Zulassung von Drittlandwertpapierhäusern und -zweigniederlassungen

1. Die Mitgliedstaaten informieren die Kommission über etwaige allgemeine Schwierigkeiten, die ihre Wertpapierhäuser bei der Niederlassung oder der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in einem Drittland haben.

2. Gelangt die Kommission aufgrund der ihr im Rahmen von Absatz 1 übermittelten sonstigen Informationen zu der Auffassung, dass ein Drittland Wertpapierhäusern aus der Gemeinschaft den effektiven Marktzugang verwehrt, der dem vergleichbar sein muss, den die Gemeinschaft Wertpapierhäusern aus diesem Drittland gewährt, so unterbreitet die Kommission dem Rat Vorschläge für ein angemessenes Verhandlungsmandat, um für die Wertpapierhäuser aus der Gemeinschaft vergleichbare Wettbewerbsbedingungen zu erzielen. Der Rat stimmt dabei mit qualifizierter Mehrheit ab.

3. Gelangt die Kommission aufgrund der ihr im Rahmen von Absatz 1 übermittelten Informationen überdies zu der Auffassung, dass Wertpapierhäusern der Gemeinschaft in einem Drittland nicht die nationale Behandlung gewährt wird, die ihnen die gleichen Wettbewerbsbedingungen wie inländischen Wertpapierhäusern bietet, und dass die Bedingungen für den effektiven Marktzugang nicht erfüllt sind, kann die Kommission Verhandlungen zur Behebung dieser Situation einleiten.

   Unter den im ersten Unterabsatz genannten Umständen kann die Kommission aufgrund des Verfahrens von Artikel 59 Absatz 2 zu jeder Zeit und zusätzlich zur Aufnahme von Verhandlungen beschließen, dass die zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten ihre Beschlüsse begrenzen oder aufheben müssen, die noch ausstehende Anträge bzw. künftige Anträge auf Zulassung oder auf Erwerb von Beteiligungen seitens direkter oder indirekter Mutterunternehmen betreffen, die unter das Recht des besagten Drittlandes fallen. Derartige Begrenzungen oder Aussetzungen dürfen jedoch nicht auf die Errichtung von Zweigniederlassungen durch Wertpapierhäuser angewandt werden, die in der Gemeinschaft ordnungsgemäß zugelassen sind, bzw. durch ihre Zweigniederlassungen; das gleiche gilt für den Erwerb von Beteiligungen an Wertpapierhäusern der Gemeinschaft durch derartige Häuser oder ihre Zweigniederlassungen. Die Dauer dieser Maßnahmen darf drei Monate nicht überschreiten.

   Vor Ablauf dieser oben erwähnten Dreimonatsfrist und aufgrund der Verhandlungsergebnisse kann die Kommission gemäß dem Verfahren von Artikel 59 Absatz 2 die Ausdehnung dieser Maßnahmen beschließen.

4. Gelangt die Kommission zu der Auffassung, dass eine der in Absatz 2 und 3 genannten Situationen weiter fortbesteht, übermitteln die Mitgliedstaaten ihr auf ihr Ersuchen hin die folgenden Informationen:

   (a) Anträge auf Zulassung für ein Wertpapierhaus, das die direkte oder indirekte Zweigniederlassung eines Mutterunternehmens ist, das unter das Recht des besagten Drittlandes fällt;

   (b) die Tatsache, dass ein solches Mutterunternehmen gemäß Artikel 9 Absatz 3 vorschlägt, eine Beteiligung an einem Wertpapierhaus der Gemeinschaft zu

erwerben, aufgrund deren letzteres zu einer Zweigniederlassung dieses Mutterunternehmens würde.

Die Verpflichtung zur Informationsübermittlung wird hinfällig, wenn mit dem entsprechenden Drittland eine Vereinbarung erzielt wird oder wenn die Maßnahmen im Sinne von Absatz 3 zweiter und dritter Unterabsatz nicht mehr gelten.

5. Die Maßnahmen dieses Artikels haben den Verpflichtungen zu genügen, die sich für die Gemeinschaft aus internationalen Vereinbarungen, ob nun bilateral oder multilateral, ergeben und die die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit von Wertpapierhäusern betreffen.

KAPITEL II

TÄTIGKEITSBEDINGUNGEN FÜR WERTPAPIERHÄUSER

ABSCHNITT 1

Allgemeine Bestimmungen

Artikel 15
Allgemeine Verpflichtung in Bezug auf eine laufende Beaufsichtigung

1. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass die zuständigen Behörden die organisatorischen Vereinbarungen regelmäßig überprüfen, die die Wertpapierhäuser festlegen mussten, um ihre Erstzulassung zu erhalten.

2. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierhäuser den zuständigen Behörden alle wichtigen Änderungen in ihrem Geschäftsplan melden und ihnen sämtliche Informationen übermitteln, die notwendig sind, um zu überprüfen, ob die geänderten organisatorischen Anforderungen noch ausreichend sind, um den Verpflichtungen dieser Richtlinie weiterhin zu genügen.

3. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass die zuständigen Behörden die Tätigkeiten der Wertpapierhäuser überwachen, um die Einhaltung der Tätigkeitsbedingungen im Sinne dieses Kapitels und der sonstigen in der Richtlinie vorgeschriebenen Verpflichtungen zu bewerten. Auch stellen die Mitgliedstaaten sicher, dass die zuständigen Behörden die Informationen erhalten, die sie zur Bewertung der Einhaltung dieser Verpflichtungen seitens der Wertpapierhäuser benötigen.

4. Für den Fall, dass ein Wertpapierhaus lediglich auf dem Gebiet der Anlageberatung tätig ist, kann die zuständige Behörde die Aufgabe der regelmäßigen Überwachung der operationellen und organisatorischen Anforderungen an eine Stelle delegieren, die den in Artikel 45 Absatz 2 genannten Bedingungen genügt.

Artikel 16
Interessenkonflikte

1. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass ein Wertpapierhaus alle vernünftigen Maßnahmen ergreift, um Interessenkonflikte zwischen dem Wertpapierhaus selbst, einschließlich seiner Führungskräfte und Beschäftigten, und seinen Kunden oder

zwischen zwei seiner Kunden auszumachen, die bei der Erbringung jedweder Wertpapierdienstleistung oder jedweder Nebendienstleistung oder aus einer Kombination beider Dienstleistungsarten entstehen.

2. Auch fordern die Mitgliedstaaten, dass Wertpapierhäuser, deren Tätigkeiten zu Interessenkonflikten führen können, wirksame organisatorische und verwaltungsmäßige Vorkehrungen treffen und beibehalten, dass verhindert wird, dass derlei Interessenkonflikte die Kundeninteressen negativ beeinflussen, bzw. diese Vorkehrungen so handhaben, dass das gleiche Ergebnis erzielt wird.

3. Reichen die organisatorischen bzw. verwaltungsmäßigen Vorkehrungen des Wertpapierhauses zur Handhabung von Interessenkonflikten nicht aus, um vernünftigerweise sicherzustellen, dass das Risiko der Beeinträchtigung von Kundeninteressen tatsächlich abgewendet wurde, so legt das Wertpapierhaus dem Kunden klar die allgemeine Wesensart und/oder Quellen der Interessenkonflikte offen, bevor es Geschäfte in seinem Namen tätigt.

4. Um den technischen Entwicklungen auf den Finanzmärkten Rechnung zu tragen und die einheitliche Anwendung der Absätze 1, 2 und 3 sicherzustellen, kann die Kommission im Einvernehmen mit dem in Artikel 59 Absatz 2 festgelegten Verfahren Durchführungsmaßnahmen erlassen, um

   (a) die Maßnahmen zu definieren, die ein Wertpapierhaus vernünftigerweise ergreifen müsste, um Interessenkonflikte auszumachen, zu verhindern, zu bewältigen und/oder offenzulegen, wenn es verschiedenartige Wertpapierdienstleistungen und Nebendienstleistungen oder eine Kombination beider Dienstleistungsarten erbringt;

   (b) Konflikte anzugehen, die sich aus einem etwaig erhaltenen Anreiz ergeben oder aber einem Eigeninteresse, das im Zusammenhang mit der Erbringung einer Wertpapierdienstleistung entsteht und der/das die Qualität oder Fairness einer verbundenen Wertpapierdienstleistung, die im Namen eines Kunden oder für einen Kunden erbracht wird, beeinträchtigen könnte.

Artikel 17
Laufende Kapitalausstattung

Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierhäuser in Bezug auf die Wesensart der besagten Wertpapierdienstleistung jederzeit den Vorschriften der Richtlinie 93/6/EWG des Rates nachzukommen haben.

ABSCHNITT 2

Bestimmungen zum Anlegerschutz

Artikel 18
Wohlverhaltensregeln bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen für Kunden

1. Die Mitgliedstaaten gewährleisten, dass ein Wertpapierhaus bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen für seine Kunden recht, billig und professionell im

bestmöglichen Interesse seiner Kunden handelt und insbesondere den folgenden Grundsätzen von Absatz 2 bis 8 genügt:

2. Marketing-Mitteilungen oder darin enthaltene Informationen, die sich an die Kunden bzw. potenziellen Kunden richten, sind als solche zu kennzeichnen und müssen fair, eindeutig und nicht irreführend sein.

3. Rechtzeitig vorliegende Informationen über das Wertpapierhaus und seine Dienstleistungen sind den Kunden bzw. den potenziellen Kunden auf verständliche Art und Weise zu übermitteln, so dass sie die genaue Wesensart und die Risiken der angebotenen Wertpapierdienstleistung bzw. des angebotenen Finanzinstruments verstehen können.

4. Vom Kunden sind die erforderlichen Angaben über seine Kenntnisse und Erfahrungen im Anlagebereich, seine Anlageziele und seine Finanzlage einzuholen, so dass das Wertpapierhaus die Wertpapierdienstleistungen und Finanzinstrumente auswählen kann, die für den entsprechenden Kunden zweckmäßig sind.

5. Den Kunden sind rechtzeitig Informationen über die Finanzinstrumente, angebotenen Anlagen und Marktplätze zu übermitteln, die fair, eindeutig und nicht irreführend sein müssen, so dass die Kunden fundierte Anlageentscheidungen treffen können.

6. Den Kunden sind zudem Leitlinien und Warnungen vor mit Anlagen in bestimmte Instrumente oder Anlagestrategien verbundene Risiken zukommen zu lassen, wobei der entsprechenden Sachkenntnis und den Erfahrungen des Kunden Rechnung zu tragen ist.

7. Zwischen dem Wertpapierhaus und dem Kunden ist eine auf Dokumenten basierende Aufzeichnung einer Vereinbarung zu erstellen, in der die Rechte und die Pflichten der beiden Parteien sowie die sonstigen Bedingungen festgeschrieben sind, zu denen das Wertpapierhaus Dienstleistungen für den Kunden erbringt.

8. Auch erhält der Kunde Berichte über die Fortschritte und die Kosten in Bezug auf die Geschäfte und Dienstleistungen, die in seinem Namen erbracht werden.

9. Um den erforderlichen Anlegerschutz und die einheitliche Anwendung von Absatz 1 bis 8 sicherzustellen, kann die Kommission im Einvernehmen mit dem in Artikel 59 Absatz 2 festgelegten Verfahren Durchführungsmaßnahmen erlassen, um zu gewährleisten, dass ein Wertpapierhaus bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen für seine Kunden den entsprechenden Grundsätzen genügt. In diesen Durchführungsmaßnahmen sind die folgenden Aspekte zu berücksichtigen:

   (a) die Wesensart der den Kunden bzw. potenziellen Kunden angebotenen bzw. erbrachten Dienstleistung(en), einschließlich besonderer Verfahren und Systeme, auf die die Wertpapierhäuser zurückgreifen, um Aufträge im Namen ihrer Kunden auszuführen;

   (b) die Wesensart der Finanzinstrumente, die angeboten oder in Erwägung gezogen werden sollen;

   (c) die Tatsache, ob es sich bei den Kunden bzw. potenziellen Kunden um Kleinanleger oder professionelle Anleger handelt.

10. Die Mitgliedstaaten werden einem Wertpapierhaus, das mittels eines anderen Wertpapierhauses eine Anweisung erhält, Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen im Namen eines Kunden zu erbringen, gestatten, sich auf die Informationen über den Kunden zu stützen, die von dem die Anweisungen übermittelnden Wertpapierhaus weitergeleitet werden.

Das Wertpapierhaus, das eine Anweisung erhält, auf diese Art und Weise Dienstleistungen im Namen eines Kunden zu erbringen, muss auch in der Lage sein, sich auf Empfehlungen in Bezug auf die Dienstleistung oder das Geschäft verlassen zu können, die/ das dem Kunden von Seiten eines anderen Wertpapierhauses erbracht wurden.

Das Wertpapierhaus, das die Kundeninstruktionen bzw. -aufträge mittels eines anderen Wertpapierhauses erhält, bleibt für die Erbringung der Dienstleistung bzw. den Abschluss des Geschäfts auf der Grundlage einer derartigen Information oder der obengenannten Empfehlungen im Sinne der infolge von Absatz 9 angenommenen Maßnahmen verantwortlich.

11. Die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats sorgt dafür, dass die sich aus dieser Bestimmung ergebenden Verpflichtungen und die detaillierten Durchführungsmaßnahmen, die gemäß Absatz 9 angenommen wurden, von den Wertpapierhäusern eingehalten werden, wenn sie Dienstleistungen in anderen Mitgliedstaaten erbringen.

12. Die zuständige Behörde des Mitgliedstaats, in dem eine Zweigniederlassung belegen ist, setzt die sich aus den Absätzen 1 bis 8 ergebenden Verpflichtungen sowie die aufgrund von Absatz 9 angenommenen Durchführungsmaßnahmen im Hinblick auf die Dienstleistungen durch, die die entsprechende Zweigniederlassung für ihre Kunden erbringt.

Artikel 19
Bestmögliche Ausführung

1. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierhäuser, die Dienstleistungen erbringen, die die Ausführung von Kundenorder in Bezug auf Finanzinstrumente durch das Wertpapierhaus selbst oder ein anderes Wertpapierhaus nach sich ziehen, sicherstellen, dass diese Aufträge auf eine Art und Weise ausgeführt werden, dass dem Kunden die Erzielung des bestmöglichen Ergebnisses in Bezug auf den Kurs, die Kosten, die Schnelligkeit und die Wahrscheinlichkeit der Ausführung zugesichert wird, wobei der Frist, dem Volumen und der Wesensart der Kundenorder sowie spezifischen Anweisungen seitens des Kunden Rechnung zu tragen ist.

2. Die zuständige Behörde prüft nach, ob die Wertpapierhäuser wirksame und effiziente Verfahren einführen, die die Grundlage für eine systematische, wiederholbare und nachweisbare Methode zur Erleichterung der Ausführung von Kundenorder zu Bedingungen bilden, die für den Kunden am günstigsten sind. Bei der Bewertung dieser Verfahren ist der Umfang zu berücksichtigen, in dem diese Verfahren das Wertpapierhaus in die Lage versetzen, das bestmöglichste Ergebnis im Hinblick auf die auf dem jeweiligen Markt vorherrschenden Bedingungen zu erzielen, zu denen ein Wertpapierhaus vernünftigerweise Zugang haben dürfte.

3. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierhäuser die Verfahren auf regelmäßiger Basis überprüfen, die sie verwenden, um das bestmögliche Ergebnis für ihre Kunden zu erzielen. Erforderlichenfalls haben sie diese Verfahren auch so anzupassen, dass sie Zugang zu den Marktplätzen erhalten, die auf gleichmäßiger Basis die auf dem Markt günstigsten Ausführungsbedingungen anbieten.

4. Um dem für die Anleger erforderlichen Schutz Rechnung zu tragen, die wirksame und ordnungsgemäße Funktionsweise der Märkte zu gewährleisten und die einheitliche Anwendung der Absätze 1, 2 und 3 sicherzustellen, kann die Kommission im Einvernehmen mit dem in Artikel 59 Absatz 2 festgelegten Verfahren Durchführungsmaßnahmen erlassen, die Folgendes betreffen:

   (a) die Faktoren, die berücksichtigt werden können, um die bestmögliche Ausführung oder die Berechnung zum besten (Netto-)Kurs zu bestimmen, die auf dem Markt für das Volumen und die Kategorie des Auftrags und den jeweiligen Kundentyp vorherrschen,

   (b) die Verfahren, die unter Berücksichtigung des Umfangs der von verschiedenen Wertpapierhäusern getätigten Geschäfte als vernünftige und wirksame Methoden angesehen werden können, um Zugang zu den Marktplätzen zu erhalten, die die günstigsten Ausführungsbedingungen bieten.

Artikel 20
Vorschriften für die Bearbeitung von Kundenaufträgen

1. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierhäuser, die zur Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden berechtigt sind, Verfahren und Systeme einführen, die die faire und rasche Abwicklung von Kundenaufträgen im Verhältnis zu anderen Kundenaufträgen oder den Handelsinteressen des Wertpapierhauses gewährleisten.

2. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass Wertpapierhäuser bei der Ausführung von anderweitigen vergleichbaren Kundenaufträgen auf Verfahren oder Systeme zurückgreifen, die dem Zeitpunkt des Eingangs im Wertpapierhaus Rechnung tragen und mit denen verhindert wird, dass die Kundeninteressen negativ durch eventuelle Interessenkonflikte beeinträchtigt werden.

3. Die Mitgliedstaaten stellen auch sicher, dass Wertpapierhäuser die ausdrückliche vorherige Zustimmung der Kunden erwirken, bevor sie Kundenaufträge außerhalb der Regeln und Systeme ausführen, die von einem geregelten Markt oder einem MTF betrieben werden. Die Mitgliedstaaten gestatten den Wertpapierhäusern, diese Zustimmung entweder in Form einer allgemeinen Zustimmung oder in Form von Zustimmungen zu jedem einzelnen Geschäft einzuholen. Wenn die vorherige Zustimmung der Kunden in Form einer allgemeinen Zustimmung erfolgt, ist sie einem gesonderten Dokument niederzulegen und jährlich zu erneuern.

4. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass im Falle eines Kunden-Limitauftrags, der zu den vorherrschenden Marktbedingungen nicht unverzüglich ausgeführt werden kann, die Wertpapierhäuser Maßnahmen ergreifen, die die schnellstmögliche Ausführung dieses Auftrags erleichtern, indem dem Markt die Bedingungen dieses Kunden-Limitauftrags unverzüglich und auf eine Art und Weise offengelegt werden, die für die anderen Marktteilnehmer leicht zugänglich ist. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür,

dass die zuständigen Behörden von dieser Verpflichtung der Offenlegung eines Limitauftrags im Sinne von Artikel 41 Absatz 2 abweichen können, wenn dieser im Vergleich zum normalen Marktvolumen ein großes Volumen aufweist.

5. Um zu gewährleisten, dass die Maßnahmen für den Anlegerschutz und die faire und ordnungsgemäße Funktionsweise der Märkte den technischen Entwicklungen auf den Finanzmärkten Rechnung tragen und um die einheitliche Anwendung der Absätze 1 bis 4 sicherzustellen, kann die Kommission im Einvernehmen mit dem in Artikel 59 Absatz 2 festgelegten Verfahren Durchführungsmaßnahmen erlassen, die Folgendes definieren:

(a) die Bedingungen und die Wesensart der Verfahren und Systeme, die die unverzügliche, faire und rasche Ausführung von Kundenaufträgen bewirken, sowie die Situationen bzw. Geschäftsarten, in denen bzw. für die die Wertpapierhäuser vernünftigerweise von der unverzüglichen Ausführung abweichen können, um günstigere Bedingungen für den bzw. die Kunden zu erwirken;

(b) die Verfahren für den Erhalt bzw. die Erneuerung der Zustimmung des Kunden vor der Ausführung dieser Order außerhalb der Regeln und Systeme eines geregelten Marktes oder MTF;

(c) die verschiedenen Methoden, die ein Wertpapierhaus zugrunde gelegt hat, um seiner Verpflichtung nachzukommen, noch nicht erledigte Kunden-Limitaufträge dem Markt offenzulegen.

Artikel 21

Verpflichtungen von Wertpapierhäusern, die Bevollmächtigte engagieren

1. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass Wertpapierhäuser nur dann auf Bevollmächtigte zurückgreifen, wenn es um die Förderung der Dienstleistungen eines Wertpapierhauses, das Hereinholen neuer Geschäfte oder die Sammlung von Aufträgen von Kunden oder potenziellen Kunden sowie die Übermittlung dieser Aufträge an das entsprechende Wertpapierhaus geht sowie um die Erbringung von Beratungen im Hinblick auf die vom Wertpapierhaus angebotenen Finanzinstrumente oder Dienstleistungen.

2. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass ein Wertpapierhaus, das einen Bevollmächtigten engagiert, für jede Handlung bzw. Nichthandlung seitens des Bevollmächtigten voll und uneingeschränkt haftet, wenn er im Namen des Wertpapierhauses tätig ist. Die Mitgliedstaaten schreiben dem Wertpapierhaus vor sicherzustellen, dass ein Bevollmächtigter unverzüglich dem Kunden oder potenziellen Kunden die Eigenschaft mitteilt, in der er handelt und welches Wertpapierhaus er vertritt.

3. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass ein Wertpapierhaus die Tätigkeiten seines Bevollmächtigten überwacht und Maßnahmen ergreift bzw. Verfahren einleitet, um zu gewährleisten, dass der Bevollmächtigte auf kontinuierlicher Basis in Übereinstimmung mit dieser Richtlinie tätig ist.

4. Jeder Mitgliedstaat stellt sicher, dass Bevollmächtigte, die in seinem Hoheitsgebiet tätig sind oder tätig werden wollen, in ein öffentliches Register aufgenommen sind, das unter der Kompetenz der zuständigen Behörde eingerichtet und geführt wird.

Die zuständige Behörde sorgt dafür, dass Bevollmächtigte nur dann in ein öffentliches Register aufgenommen werden, wenn feststeht, dass sie ausreichend gut beleumdet sind und über geeignete allgemeine, kommerzielle und berufliche Kenntnisse verfügen, um alle einschlägigen Informationen über die angebotene Dienstleistung korrekt an den Kunden bzw. den potenziellen Kunden weiterleiten zu können.

Das Register ist regelmäßig zu aktualisieren und steht öffentlich zur Konsultation zur Verfügung.

5. Auch stellen die Mitgliedstaaten sicher, dass Wertpapierhäuser lediglich auf jene Bevollmächtigte zurückgreifen, die in den öffentlichen gemäß Absatz 3 einzurichtenden Registern geführt werden.

6. Die Mitgliedstaaten können der zuständigen Behörde gestatten, die Einrichtung und Führung des in Absatz 3 genannten öffentlichen Registers sowie die Aufgaben der Überwachung der Einhaltung der Bestimmungen von Absatz 4 durch die Bevollmächtigten auf eine Stelle zu übertragen, die den in Artikel 45 Absatz 2 genannten Bedingungen genügt.

Artikel 22
Mit in Frage kommenden Gegenparteien ausgeführte Geschäfte

1. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass Wertpapierhäuser, die zur Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden und/oder zum Eigenhandel berechtigt sind, Geschäfte mit in Frage kommenden Gegenparteien abschließen können, ohne verpflichtet zu sein, den in Artikel 18, 19 und 20 dieser Richtlinie genannten Auflagen zu genügen, die diese Geschäfte betreffen.

2. Um Geschäfte zu den Bedingungen von Absatz 1 tätigen zu können, muss das Wertpapierhaus die Zustimmung der potenziellen Gegenpartei dahingehend einholen, als in Frage kommende Gegenpartei behandelt zu werden. Diese Bestätigung ist entweder vor Abschluss des Geschäfts, in seinem Verlauf oder in Form einer allgemeinen Vereinbarung einzuholen.

3. Die Mitgliedstaaten erkennen als in Frage kommende Gegenparteien im Sinne von Artikel 13 und 39 Wertpapierhäuser, Kreditinstitute, Versicherungsgesellschaften oder andere zugelassene oder regulierte Finanzintermediäre, die im Sinne des Gemeinschaftsrechts als solche gelten, an; ausgenommen sind allerdings OGAW und ihre Verwaltungsgesellschaften sowie Pensionsfonds und ihre Verwaltungsgesellschaften.

Die Mitgliedstaaten können als in Frage kommende Gegenparteien auch OGAW und ihre Verwaltungsgesellschaften, Pensionsfonds und ihre Verwaltungsgesellschaften sowie andere Gesellschaften anerkennen, die die vorher festgelegten anteiligen Anforderungen einhalten; dazu zählen auch quantitative Schwellenwerte. Im Falle eines Geschäfts, bei dem die potenziellen Gegenparteien in verschiedenen Rechtsprechungen belegen sind, kann sich das Wertpapierhaus von dem Status der

anderen Gesellschaft abgrenzen, der gemäß den Rechtsvorschriften oder den Maßnahmen des anderen Mitgliedstaats festgelegt wurde, in dem die Gesellschaft ansässig ist.

Die Einstufung als in Frage kommende Gegenpartei im Sinne des zweiten Unterabsatzes lässt das Recht dieser Institute unberührt, eine Behandlung als normaler Kunde zu beantragen, dessen Geschäfte mit dem Wertpapierhaus Artikel 18, 19 und 20 unterliegen.

4. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass Geschäfte, die von Nutzern oder Teilnehmern eines "geregelten Marktes" oder eines MTF im Rahmen oder mittels der Systeme eines geregelten Marktes oder eines MTF getätigt werden, als Geschäfte zwischen in Frage kommenden Gegenparteien behandelt werden.

5. Um die einheitliche Anwendung von Absatz 1, 2 und 3 im Lichte der sich verändernden Marktpraktiken sicherzustellen und die wirksame Funktionsweise des Binnenmarktes zu erleichtern, kann die Kommission im Einvernehmen mit dem in Artikel 59 Absatz 2 festgelegten Verfahren Durchführungsmaßnahmen in Bezug auf die Einstufung als in Frage kommende Gegenpartei erlassen.

ABSCHNITT 3

MARKTTRANSPARENZ UND -INTEGRITÄT

Artikel 23
Verpflichtung zur Wahrung der Marktintegrität, Meldung von Geschäften und Führung von Aufzeichnungen

1. Unbeschadet der Zuweisung von Zuständigkeiten zwecks rechtlicher Durchsetzung der Bestimmungen der Richtlinie 200./.../EG des Europäischen Parlaments und des Rates[19] [über Markmissbrauch] überwacht die zuständige Behörde auch die Tätigkeiten von Wertpapierhäusern, um sicherzustellen, dass diese ehrlich, fair, professionell und auf eine Art und Weise handeln, die die Integrität des Marktes fördert.

2. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierhäuser der zuständigen Behörde mindestens fünf Jahre lang die einschlägigen Daten zur Verfügung stellen, die sich auf die Geschäfte mit Finanzinstrumenten beziehen, die sie entweder im Eigenhandel oder im Namen ihrer Kunden getätigt haben. Im Falle der von im Namen von Kunden ausgeführten Geschäfte enthalten die Aufzeichnungen sämtliche Informationen und Einzelheiten über die Identität des Kunden sowie die Informationen, die gemäß der Richtlinie 1991/108/EG[20] des Rates gefordert werden.

3. Die Mitgliedstaaten sehen vor, dass Wertpapierhäuser, die Geschäfte mit jedweden zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassenen Finanzinstrumenten tätigen, der zuständigen Behörde im Herkunftsmitgliedstaat des Wertpapierhauses die

---

19 ABl. L.
20 ABl. L 166 vom 28.6.1991, S. 77.

Einzelheiten derartiger Geschäfte melden. Diese Verpflichtung gilt unabhängig davon, ob solche Geschäfte über einen geregelten Markt abgewickelt werden oder nicht.

4. Diese Berichte sind so schnell wie möglich zu übermitteln, spätestens aber am nächstmöglichen Arbeitstag. In diesen Berichten ist das gekaufte/veräußerte Instrument zu nennen sowie die Quantität, das Datum und der Zeitpunkt der Ausführung sowie die Durchführungskurse. Auch sind der Markt, das Handelssystem oder andere Mittel anzugeben, über die das Geschäft abgeschlossen wurde.

5. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass die Berichte für die zuständige Behörde entweder von dem Wertpapierhaus selbst oder von dem geregelten Markt oder aber von dem MTF erstellt werden, über dessen Systeme das Geschäft abgewickelt wurde. Für den Fall, dass die Geschäfte auf einem geregelten Markt oder über ein MTF getätigt werden und sie unmittelbar der entsprechenden zuständigen Behörde des geregelten Marktes oder des MTF gemeldet werden, kann von der Verpflichtung für das Wertpapierhaus, die Geschäfte im Sinne von Absatz 3 zu melden, abgewichen werden.

6. Um zu gewährleisten, dass die Maßnahmen zum Schutze der Marktintegrität gemäß den technischen Entwicklungen auf den Finanzmärkten angepasst werden und um die einheitliche Anwendung der Absätze 1 bis 5 sicherzustellen, kann die Kommission im Einvernehmen mit dem in Artikel 59 Absatz 2 festgelegten Verfahren Durchführungsmaßnahmen erlassen, die die Methoden und Vorkehrungen für die Meldung von Finanzgeschäften sowie die Form und den Inhalt dieser Berichte und die Modalitäten festlegen, wie sie den zuständigen Behörden anderer Mitgliedstaaten übermittelt werden.

Artikel 24

Überwachung des Handels im Rahmen eines MTF oder mittels eines MTF

1. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass Wertpapierhäuser, die ein MTF betreiben, angemessene und wirksame Vorkehrungen treffen, um die effiziente und regelmäßige Überwachung von Geschäften zu erleichtern, die im Rahmen oder mittels des Systems ausgeführt wurden, um marktstörende Handelsbedingungen oder Verhaltensweisen auszumachen, die einen Marktmissbrauch involvieren könnten.

   Auch schreiben die Mitgliedstaaten vor, dass im Rahmen dieser Vorkehrungen Wertpapierhäuser die im Sinne des ersten Unterabsatzes zusammengetragenen Informationen unverzüglich an die zuständige Behörde weiterleiten und letzterer in jeder Hinsicht beistehen, wenn es um die Ermittlung und die Verfolgung von Marktmissbrauch geht, der im Rahmen oder mittels eines MTF erfolgte.

   Um die ordnungsgemäße und effiziente Überwachung des Handels auf den MTF zwecks Förderung der globalen Marktintegrität zu gewährleisten und um die einheitliche Anwendung von Absatz 1 sicherzustellen, kann die Kommission im Einvernehmen mit dem in Artikel 59 Absatz 2 festgelegten Verfahren Durchführungsmaßnahmen erlassen, die die in Absatz 1 genannten zu treffenden Vorkehrungen definieren.

Artikel 25

Verpflichtung von Wertpapierhäusern, gehandelte Aktienkurse offen zu legen

(1) Mitgliedstaaten schreiben vor, dass jedes Wertpapierhaus, das auf eigene Rechnung handelt, für Transaktionen in üblicherweise von Kleinanlegern getätigtem Umfang einen verbindlichen Geld- und Briefkurs offen legt. Diese Verpflichtung betrifft Aktien, mit denen das Wertpapierhaus handelt, und insoweit diese Aktien zum Handel an regulierten Märkten zugelassen sind und es für sie einen liquiden Markt gibt.

Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierhäuser, wie im ersten Unterabschnitt beschrieben, mit anderen Investmenthäusern und anderen in Frage kommenden Gegenparteien zu den ausgeschriebenen Bedingungen handeln, außer wenn legitime wirtschaftliche Überlegungen dagegen sprechen.

(2) Mitgliedsstaaten sehen vor, dass Wertpapierhäuser, die nicht regelmäßig und auf kontinuierlicher Basis in wesentlichem Umfang Liquidität für die besagten Aktien bereitstellen, von der in Absatz 1 genannten Verpflichtung ausgenommen sind.

(3) Mitgliedstaaten schreiben vor, dass diese Kurse in einer Weise bekannt gemacht werden, die für andere Marktteilnehmer leicht, kostenlos und in regelmäßiger und auf kontinuierlicher Weise während der üblichen Handelszeiten zugänglich sind.

Die zuständige Behörde überprüft, dass die veröffentlichten Kurse die tatsächlichen Marktbedingungen für diese Aktien wiedergeben, und dass das Wertpapierhaus die Geld- und Briefkurse, die es gemäß Absatz 1 veröffentlicht, regelmäßig auf den neuesten Stand bringt.

(4) Um die einheitliche Anwendung der Absätze 1 bis 3 sicherzustellen, die eine effiziente Bewertung der Aktien unterstützt und es den Händlern ermöglicht, für ihre Kunden die beste Geschäftsmöglichkeit zu erreichen, erlässt die Kommission nach dem in Artikel 59(2) bezeichneten Verfahren Durchführungsmaßnahmen, in denen festgelegt wird:

(a) Die Größe der Transaktionen, die üblicherweise von Kleinanlegern getätigt werden und für die das Wertpapierhaus einen verbindlichen beidseitigen Kurs veröffentlichen soll.

(b) Die Definition der Aktien oder Aktiengruppen, für die es genügend Liquidität gibt, die die Anwendung dieser Vorschrift erlaubt.

(c) Die Festlegung der Wertpapierhäuser, für die die Ausnahmeregelung gemäß Paragraph 2 gelten soll.

(d) Die Mittel spezifizieren, mittels deren Wertpapierhäuser ihren Verpflichtungen gemäß Absatz 3 nachkommen können, dazu auch die folgenden Möglichkeiten:

(i)über die zuständigen Stellen eines jeden geregelten Marktes, auf den das besagte Instrument zum Handel zugelassen ist;

(ii)über die zuständigen Stellen eines Dritten

(iii)eigene Vorkehrungen.

Artikel 27
Nachbörsliche Offenlegung durch Wertpapierhäuser

1. Die Mitgliedstaaten schreiben Wertpapierhäusern, die entweder für eigene Rechnung oder im Namen von Kunden Geschäfte mit Aktien tätigen, die zum Handel auf einem geregelten Markt außerhalb der Regeln und Systeme eines geregelten Marktes oder eines MTF zugelassen sind, vor, das Volumen, den Kurs und den Zeitpunkt zu veröffentlichen, zu dem bzw. an dem diese Geschäfte zum Abschluss gebracht wurden. Diese Informationen sind unverzüglich auf einer vernünftigen kommerziellen Basis und auf eine Art und Weise zu veröffentlichen, die den anderen Marktteilnehmern einen leichten Zugang gewährt.

2. Die zuständige Behörde sorgt dafür, dass die gemäß Absatz 1 veröffentlichten Informationen und die Fristen, innerhalb deren sie zu veröffentlichen sind, den infolge von Artikel 42 angenommenen Bestimmungen genügen. Sehen die gemäß Artikel 42 angenommenen Maßnahmen eine spätere Meldung für bestimmte Kategorien von Aktiengeschäften vor, so gilt diese Möglichkeit *mutatis mutandis* auch für solche Geschäfte, wenn sie außerhalb der Regeln und Systeme eines geregelten Marktes oder eines MTF abgeschlossen werden.

3. Um der transparenten und ordnungsgemäßen Funktionsweise der Märkte Rechnung zu tragen und die einheitliche Anwendung von Absatz 1 sicherzustellen, kann die Kommission im Einvernehmen mit dem in Artikel 59 Absatz 2 festgelegten Verfahren Durchführungsmaßnahmen erlassen, die

   (a) die Mittel spezifizieren, mittels deren Wertpapierhäuser ihren Verpflichtungen gemäß Absatz 1 nachkommen können. Dazu zählen auch die folgenden Möglichkeiten:

      (i) über die zuständigen Stellen eines jeden geregelten Marktes, auf dem das besagte Instrument zum Handel zugelassen ist;

      (ii) über die zuständigen Stellen eines Dritten;

      (iii) eigene Vorkehrungen;

   (b) die Anwendung der Verpflichtung gemäß Absatz 1 im Falle von Geschäften festlegen, die die Verwendung von Aktien zum Zwecke der Besicherung, der Beleihung oder anderen Zwecken involvieren, wenn der Umtausch dieser Aktien durch Faktoren bestimmt wird, die keine Bewertung zum aktuellen Marktkurs der Aktie darstellen.

Artikel 27
Vorbörsliche Transparenzanforderungen für MTFs

1. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierhäuser, die ein MTF betreiben, die aktuellen Geld- und Briefkurse veröffentlichen, die mittels ihrer für zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassenen Aktien bestehenden Systeme mitzuteilen sind. Die Mitgliedstaaten sorgen auch dafür, dass diese Informationen dem Publikum zu vernünftigen kommerziellen Bedingungen und auf kontinuierlicher Basis während der üblichen Geschäftszeiten zur Verfügung gestellt werden.

2. Die zuständige Behörde stellt sicher, dass der Inhalt, der Zeitplan und die Veröffentlichungsmethoden für eine vorbörsliche Meldung seitens eines MTF den gleichen Anforderungen genügen, wie sie von Artikel 41 für Geschäfte mit solchen Instrumenten vorgeschrieben werden, wenn sie über einen geregelten Markt abgewickelt werden.

Die zuständigen Behörden können von den in Absatz 1 genannten Verpflichtungen abweichen, wenn es um vom MTF praktizierte Handelsmethoden geht. Allerdings müssen dafür im Rahmen von Artikel 41 Ausnahmen für die gleichen von einem geregelten Markt praktizierten Handelsmethoden vorgesehen sein.

Artikel 28
Nachbörsliche Transparenzanforderungen für MTF

1. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierhäuser, die ein MTF betreiben, den Kurs, das Volumen und den Zeitpunkt der Geschäfte veröffentlichen, die gemäß den Regeln und über die Systeme des MTF in Bezug auf Aktien abgewickelt werden, die zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind. Die Mitgliedstaaten sorgen auch dafür, dass die Einzelheiten zu derlei Geschäften dem Publikum zu vernünftigen kommerziellen Bedingungen und so weit wie möglich auf Echtzeitbasis zur Verfügung gestellt werden.

2. Die zuständige Behörde stellt sicher, dass der Inhalt, der Zeitplan für die nachbörslichen Informationen und die Methoden für ihre Veröffentlichung den gleichen Anforderungen genügen, wie sie von Artikel 42 für Geschäfte mit Aktien vorgeschrieben werden, die auf einen geregelten Markt getätigt werden.

KAPITEL III

RECHTE VON WERTPAPIERHÄUSERN

Artikel 29
Freier Dienstleistungsverkehr

1. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass jedes Wertpapierhaus, das von den zuständigen Behörden eines anderen Mitgliedstaats dieser Richtlinie entsprechend zugelassen und beaufsichtigt wird, in ihrem Hoheitsgebiet ungehindert Wertpapier- und Nebendienstleistungen erbringen kann, sofern für diese Dienstleistungen dort eine Zulassung besteht. Die Mitgliedstaaten erlegen diesen Wertpapierhäusern in den von der Richtlinie abgedeckten Bereichen keine zusätzlichen Anforderungen auf.

2. Jedes Wertpapierhaus, das im Hoheitsgebiet eines anderen Mitgliedstaats erstmals Dienstleistungen erbringen oder die Palette seiner dort angebotenen Dienstleistungen ändern möchte, übermittelt der zuständigen Behörde seines Herkunftsmitgliedstaats die folgenden Angaben:

(a) Name des Mitgliedstaats, in dem es seine Tätigkeit ausüben will,

(b) einen Geschäftsplan, aus dem insbesondere hervorgeht, welche Wertpapier- oder Nebendienstleistungen es erbringen will, und ob es die Absicht hat, im

Hoheitsgebiet des Mitgliedstaates, in dem es Dienstleistungen erbringen will, die Dienste eines Bevollmächtigten in Anspruch zu nehmen.

3. Die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats leitet diese Angaben innerhalb eines Monats nach Erhalt an die zuständige Behörde des Aufnahmemitgliedstaats weiter. Von diesem Zeitpunkt an kann das Wertpapierhaus im Aufnahmemitgliedstaat die betreffende(n) Wertpapierdienstleistung(en) erbringen.

4. Tritt bei einer der nach Absatz 2 übermittelten Angaben eine Änderung ein, so teilt das Wertpapierhaus der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats diese Änderung mindestens einen Monat im Voraus schriftlich mit. Die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats setzt die zuständige Behörde des Aufnahmemitgliedstaats über diese Änderungen in Kenntnis.

5. Die Mitgliedstaaten gestatten MTS aus anderen Mitgliedstaaten ohne weitere rechtliche oder verwaltungstechnische Auflage, in ihrem Hoheitsgebiet angemessene Vorkehrungen zu treffen, um räumlich entfernten Benutzern oder in ihrem Hoheitsgebiet niedergelassenen Teilnehmern den Zugang zu ihren Systemen sowie deren Nutzung zu erleichtern.

Artikel 30
Gründung einer Zweigniederlassung

1. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass in ihrem Hoheitsgebiet Wertpapier- und Nebendienstleistungen mittels Gründung einer Zweigniederlassung eines Wertpapierhauses erbracht werden können, sofern diese Dienstleistungen unter die dem Wertpapierhaus im Herkunftsmitgliedstaat erteilte Zulassung fallen.

   Die Mitgliedstaaten legen in den durch diese Richtlinie abgedeckten Bereichen keine zusätzlichen Anforderungen an Organisation und Betrieb der Zweigniederlassung fest; davon ausgenommen sind lediglich die nach Absatz 7 zulässigen Anforderungen.

2. Die Mitgliedstaaten verpflichten jedes Wertpapierhaus, das im Hoheitsgebiet eines anderen Mitgliedstaats eine Zweigniederlassung gründen will, als Erstes die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats über diese Absicht in Kenntnis zu setzen und dieser die folgenden Angaben zu liefern:

   (a) Name der Mitgliedstaaten, in deren Hoheitsgebiet die Gründung einer Zweigniederlassung geplant ist;

   (b) Geschäftsplan, aus dem unter anderem hervorgeht, welche Dienste angeboten werden sollen, welchen organisatorischen Aufbau die Zweigniederlassung haben soll und ob diese die Dienste von Bevollmächtigten in Anspruch nehmen will;

   (c) Adresse im Aufnahmemitgliedstaat, bei der Unterlagen angefordert werden können;

   (d) Namen der für die Leitung der Zweigstelle verantwortlichen Personen.

3. Sofern die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats keinen Grund hat, daran zu zweifeln, dass Verwaltungsstruktur oder Finanzlage eines Wertpapierhauses für die geplanten Tätigkeiten angemessen sind, leitet sie sämtliche Angaben innerhalb von drei Monaten nach deren Erhalt an die zuständige Behörde des Aufnahmemitgliedstaats weiter und unterrichtet das betreffende Wertpapierhaus entsprechend.

4. Zusätzlich zu den in Absatz 2 genannten Angaben übermittelt die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats der zuständigen Behörde des Aufnahmemitgliedstaats nähere Angaben zu dem anerkannten Anlegerentschädigungssystem, dem das Wertpapierhaus gemäß der Richtlinie 97/9/EWG des Europäischen Parlaments und des Rates angehört. Sollte bei diesen Angaben eine Änderung eintreten, so unterrichtet die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats die Behörde des Aufnahmemitgliedstaats entsprechend.

5. Weigert sich die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats, der Behörde des Aufnahmemitgliedstaats diese Information zu übermitteln, so teilt sie dem betreffenden Wertpapierhaus innerhalb von drei Monaten nach Erhalt aller Informationen die Gründe für ihre Weigerung mit.

6. Sobald eine Mitteilung der zuständigen Behörde des Aufnahmemitgliedstaats eingeht oder falls eine solche Mitteilung bis zu zwei Monate nach Weiterleitung der Mitteilung durch die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaates ausbleibt, kann die Zweigniederlassung gegründet werden und ihre Tätigkeit aufnehmen.

7. Die zuständige Behörde des Aufnahmemitgliedstaats gewährleistet, dass die Zweigniederlassung bei Erbringung ihrer Leistungen die Verpflichtungen erfüllt, die in Artikel 12 Absatz 7, in Artikel 18 und in den nach diesen erlassenen Maßnahmen festgelegt sind.

Die zuständige Behörde des Aufnahmemitgliedstaats hat das Recht, die von der Zweigniederlassung getroffenen Vorkehrungen zu überprüfen und Änderungen zu verlangen, soweit diese für die zuständige Behörde zwingend notwendig sind, um die in Artikel 12 Absatz 7, in Artikel 18 und in den nach diesen erlassenen Maßnahmen festgelegten Verpflichtungen durchsetzen zu können.

8. Jeder Mitgliedstaat sieht vor, dass in Fällen, in denen ein in einem anderen Mitgliedstaat zugelassenes Wertpapierhaus in seinem Hoheitsgebiet eine Zweigniederlassung gegründet hat, die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats dieses Wertpapierhauses in Wahrnehmung ihrer Pflichten und nach Unterrichtung der zuständigen Behörde des Aufnahmemitgliedstaats selbst oder mittels zu diesem Zweck angewiesener Personen Vor-Ort-Prüfungen in dieser Zweigniederlassung vornehmen kann.

9. Tritt bei einer der nach Absatz 2 übermittelten Angaben eine Änderung ein, so teilt das Wertpapierhaus der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats diese Änderung mindestens einen Monat im Voraus schriftlich mit. Die zuständige Behörde des Aufnahmemitgliedstaats wird von der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats ebenfalls über diese Änderungen in Kenntnis gesetzt.

Artikel 31
Zugang zu geregelten Märkten

1. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass Wertpapierhäuser aus anderen Mitgliedstaaten, die für die Ausführung von Kundenaufträgen oder für den Handel auf eigene Rechnung zugelassen sind, auf eine oder mehrere der nachstehend genannten Weisen Mitglied der in ihrem Hoheitsgebiet ansässigen "geregelten Märkte" werden können oder zu diesen Märkten Zugang haben:

   (a) unmittelbar durch Gründung von Zweigniederlassungen in den Aufnahmemitgliedstaaten;

   (b) mittelbar durch Gründung von Tochtergesellschaften in den Aufnahmemitgliedstaaten oder durch Erwerb von Unternehmen aus den Aufnahmemitgliedstaaten, die bereits Mitglied der dortigen geregelten Märkte sind oder bereits Zugang zu diesen haben, und/oder

   (c) in Fällen, in denen die Handelsabläufe und -systeme des betreffenden Markts für Geschäftsabschlüsse keine physische Präsenz erfordern, durch Fernmitgliedschaft auf oder Fernzugang zu dem geregelten Markt, ohne im Herkunftsmitgliedstaat des geregelten Marktes niedergelassen sein zu müssen.

2. Die Mitgliedstaaten erlegen Wertpapierhäusern, die das ihnen in Absatz 1 gewährte Recht in Anspruch nehmen, in den von der Richtlinie abgedeckten Bereichen keine zusätzlichen rechtlichen oder verwaltungstechnischen Auflagen auf.

3. Von dem in Absatz 1 gewährten Recht unberührt bleibt die Verpflichtung des Wertpapierhauses, jedes transparente und objektive gewerbliche Kriterium, das der geregelte Markt nach Artikel 39 als Bedingung für die Mitgliedschaft oder den Zugang vorschreibt, zu erfüllen.

Artikel 32
Zugang zu Clearing- und Abrechnungssystemen und Recht auf Bestimmung eines Abrechnungssystems

1. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass Wertpapierhäuser aus anderen Mitgliedstaaten in ihrem Hoheitsgebiet für den Abschluss von Geschäften mit Finanzinstrumenten direkt oder indirekt auf zentrale Gegenparteien, Clearing- und Abrechnungssysteme zugreifen können.

   Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass diese Wertpapierhäuser unter den gleichen transparenten und objektiven gewerblichen Kriterien auf diese Einrichtungen zugreifen können, wie inländische Teilnehmer. Die Mitgliedstaaten beschränken die Nutzung dieser Einrichtungen nicht auf Clearing und Abrechnung von Geschäften mit Finanzinstrumenten, die auf einem geregelten Markt oder über ein MTF in ihrem Hoheitsgebiet getätigt werden.

2. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass geregelte Märkte in ihrem Hoheitsgebiet direkten, indirekten und räumlich entfernten Mitgliedern oder Teilnehmern das Recht auf Bestimmung des Systems einräumen, über das die auf diesem geregelten Markt getätigten Geschäfte mit Finanzmarkinstrumenten abgerechnet werden, sofern

(a) zwischen dem bestimmten Abrechnungssystem und jedem anderen System oder jeder anderen Einrichtung die Verbindungen und Vereinbarungen bestehen, die für eine effiziente und wirtschaftliche Abrechnung des betreffenden Geschäfts erforderlich sind, und

(b) die für den geregelten Markt zuständige Behörde der Auffassung ist, dass die technischen Voraussetzungen für die Abrechnung der auf dem geregelten Markt getätigten Geschäfte durch ein anderes Abrechnungssystem als das von diesem geregelten Markt bezeichnete ein reibungsloses und ordnungsgemäßes Funktionieren der Finanzmärkte ermöglichen.

3. Von den in den Absätzen 1 und 2 bezeichneten Rechten der Wertpapierhäuser unberührt bleibt das Recht der Betreiber zentraler Gegenpartei-, Clearing- oder Wertpapierabrechnungssysteme, aus legitimen gewerblichen Gründen die Bereitstellung der angeforderten Dienstleistungen zu verweigern.

4. Um eine einheitliche Anwendung der Absätze 1, 2 und 3 zu gewährleisten, erlässt die Kommission nach dem in Artikel 59 Absatz 2 bezeichneten Verfahren Durchführungsmaßnahmen, in denen klargestellt wird,

(a) wie die technischen Verbindungen zwischen den von Wertpapierhäusern bezeichneten Abrechnungssystemen und anderen Systemen oder Einrichtungen beschaffen sein müssen, um eine effiziente und wirtschaftliche Abrechnung von Geschäften zu gewährleisten, und unter welchen Bedingungen diese Verbindungen als für die Zwecke dieses Artikels angemessen zu betrachten sind;

(b) welche Erwägungen eine zuständige Behörde in die Beurteilung der Frage einbeziehen darf, ob die Abrechnung der auf einem geregelten Markt getätigten Geschäfte über ein anderes Abrechnungssystem als das von diesem geregelten Markt bezeichneten ein reibungsloses und ordnungsgemäßes Funktionieren von Finanzmärkten beeinträchtigen könnte.

TITEL III

GEREGELTE MÄRKTE

Artikel 33
Zulassung und anwendbares Recht

1. Die Mitgliedstaaten lassen von den in ihrem Hoheitsgebiet ansässigen Einrichtungen nur diejenigen als geregelten Markt zu, die den Bestimmungen dieses Titels entsprechen.

Eine Zulassung als geregelter Markt wird nur erteilt, wenn sich die zuständige Behörde davon überzeugt hat, dass sowohl der Marktbetreiber als auch die Regeln und Systeme des geregelten Markts den in diesem Titel festgelegten Anforderungen entsprechen.

2. Die Mitgliedstaaten verpflichten den geregelten Markt, die mit seiner Organisation und seinem Betrieb in Verbindung stehenden Aufgaben unter der Aufsicht und Verantwortung der zuständigen Behörde wahrzunehmen. Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass die zuständigen Behörden die geregelten Märkte regelmäßig auf Einhaltung der Bestimmungen dieses Titels hin überprüfen.

3. Unabhängig davon, ob gewisse Bestimmungen der Richtlinie 2002/../EG des Europäischen Parlaments und des Rates [über Marktmissbrauch] auch für diese Richtlinie relevant sind, unterliegen die nach den Regeln und Systemen des geregelten Markts getätigten Geschäfte dem öffentlichen Recht des Herkunftsmitgliedstaats des geregelten Markts.

4. Die Mitgliedstaaten verpflichten den geregelten Markt, der zuständigen Behörde jede geplante Änderung an den Bedingungen, unter denen die Zulassung erteilt wurde, oder an seinem Geschäftsplan mitzuteilen.

   Die zuständige Behörde verweigert die Genehmigung der vorgeschlagenen Änderungen, wenn der daraus resultierende Geschäftsplan die in diesem Titel festgelegten Bedingungen nicht erfüllt.

5. Die Mitgliedstaaten räumen der zuständigen Behörde die Möglichkeit ein, einem geregelten Markt in den Fällen die Zulassung zu entziehen, in denen die Nichteinhaltung der Bestimmungen dieses Titels einem soliden und umsichtigen Betrieb des geregelten Markts oder einem reibungslosen und ordnungsgemäßen Funktionieren der Finanzmärkte nachweislich und in erheblichem Maße abträglich ist oder sein kann.

Artikel 34
Anforderungen an den Marktbetreiber

1. Um ein solides und umsichtiges Management des geregelten Markts zu gewährleisten, schreiben die Mitgliedstaaten vor, dass der Marktbetreiber über einen ausreichend guten Leumund und über ausreichende Erfahrungen verfügen muss. Die Mitgliedstaaten schreiben dem geregelten Markt ferner vor, die zuständige Behörde über jede personelle Veränderung im Kreis derjenigen, die die Geschäfte des geregelten Markts tatsächlich führen, in Kenntnis zu setzen.

   Die zuständige Behörde weigert sich, die vorgeschlagenen personellen Änderungen beim Marktbetreiber zu genehmigen, wenn objektive und nachweisliche Gründe für die Annahme bestehen, dass sie das solide und umsichtige Management des geregelten Markts gefährden.

2. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass der Marktbetreiber insbesondere sicherstellen muss, dass der geregelte Markt alle Anforderungen dieses Titels erfüllt.

3. Die Mitgliedstaaten schreiben dem Marktbetreiber vor, zum Zeitpunkt der Zulassung und fortlaufend über ausreichende Finanzmittel zu verfügen, um ein ordnungsgemäßes Funktionieren des geregelten Markts zu erleichtern, und tragen dabei der Art und dem Umfang der auf dem geregelten Markt geschlossenen Geschäfte sowie dem Spektrum und der Höhe der Risiken, denen der geregelte Markt ausgesetzt ist, Rechnung.

4. Um die einheitliche Anwendung des Absatzes 3 zu gewährleisten, erlässt die Kommission nach dem in Artikel 59 Absatz 2 bezeichneten Verfahren Durchführungsmaßnahmen, in denen festgelegt wird, welche Finanzausstattung einem Marktbetreiber unter Berücksichtigung aller anderen Vorkehrungen, die der geregelte Markt gegebenenfalls zur Begrenzung seiner Risiken getroffen hat, vorzuschreiben ist.

5. Marktbetreiber, die von der zuständigen Behörde ihres Herkunftsmitgliedstaats als mit Absatz 1 in Einklang stehend anerkannt werden, sind - wenn sie in einem anderen Mitgliedstaat eine Zulassung zur Einrichtung eines geregelten Markts beantragen - ebenfalls als mit den in Absatz 1 festgelegten Anforderungen in Einklang stehend zu betrachten.

Artikel 35

Anforderungen an Personen, die den geregelten Markt tatsächlich kontrollieren

1. Die Mitgliedstaaten schreiben den Personen, die den geregelten Markt direkt oder indirekt tatsächlich kontrollieren können, die zu diesem Zweck erforderliche Eignung vor.

2. Die Mitgliedstaaten schreiben dem geregelten Markt vor,

   (a) der zuständigen Behörde Informationen über seine Eigentumsverhältnisse, insbesondere über Identität und Höhe der Beteiligung aller Parteien, die Kontrolle über seinen Betrieb ausüben können, vorzulegen und diese Informationen zu veröffentlichen;

   (b) die zuständige Behörde über jede Eigentumsübertragung, die den Kreis derjenigen, die tatsächlich Kontrolle ausüben, verändert, zu unterrichten und diese Übertragung öffentlich bekannt zu machen.

3. Die zuständige Behörde weigert sich, die hinsichtlich der Mehrheitsbeteiligung am geregelten Markt vorgeschlagenen Änderungen zu genehmigen, wenn objektive und nachweisliche Gründe für die Annahme bestehen, dass diese das solide und umsichtige Management des geregelten Markts gefährden würden.

Artikel 36
Organisatorische Anforderungen

1. Die Mitgliedstaaten schreiben dem geregelten Markt vor,

   (a) über Vorkehrungen zu verfügen, mit denen sich etwaige nachteilige Auswirkungen von Interessenkonflikten zwischen dem geregelten Markt, seinen Eigentümern oder seinem Betreiber einerseits und einem soliden Funktionieren des geregelten Markts andererseits auf seinen Betrieb oder seine Teilnehmer präzise ermitteln und in Angriff nehmen lassen, und zwar insbesondere dann, wenn solche Interessenkonflikte die Erfüllung von Aufgaben, die dem geregelten Markt von der zuständigen Behörde übertragen wurden, behindern könnten;

(b) angemessen für das Management seiner Risiken gerüstet zu sein, angemessene Vorkehrungen und Systeme zur Ermittlung aller für seinen Betrieb wesentlichen Risiken geschaffen und wirksame Maßnahmen zur Abschwächung dieser Risiken getroffen zu haben;

(c) Vorkehrungen für ein solides Management der technischen Abläufe des Systems getroffen zu haben, einschließlich wirksamer Maßnahmen für den Fall eines Systemzusammenbruchs;

(d) über transparente, nichtdiskretionäre Regeln und Verfahren zu verfügen, die eine effiziente Auftragsausführung nach objektiven Kriterien gewährleisten, damit die Marktteilnehmer den zum gegebenen Zeitpunkt und für die Höhe ihrer Beteiligung bestmöglichen auf dem Markt erhältlichen Kurs erzielen können. Diese Regeln und Verfahren werden im Vorfeld von der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats genehmigt;

(e) über wirksame Vorkehrungen zu verfügen, die einen reibungslosen und rechtzeitigen Abschluss der nach seinen Regeln und Systemen ausgeführten Geschäfte erleichtern.

Artikel 37
Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel

1. Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass geregelte Märkte über klare und transparente Regeln für die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel verfügen. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass diese Regeln von der zuständigen Behörde unter Berücksichtigung aller nach Absatz 6 erlassenen Durchführungsmaßnahmen gebilligt werden müssen.

   Diese Regeln gewährleisten, dass alle zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassenen Finanzinstrumente in einer Art und Weise emittiert wurden, die ihrer freien Begebbarkeit und ihrer Handelbarkeit unter fairen, ordnungsgemäßen und zweckmäßigen Bedingungen förderlich ist.

2. Bei Derivaten stellen diese Regeln insbesondere sicher, dass die Ausgestaltung des Derivatgeschäfts eine ordnungsgemäße Kursbildung sowohl auf dem Derivat- als auch auf dem Basismarkt sowie eine wirksame Abrechnung ermöglicht.

3. Zusätzlich zu den in den Absätzen 1 und 2 festgelegten Auflagen schreiben die Mitgliedstaaten dem geregelten Markt vor, auf Dauer wirksame Vorkehrungen zu treffen, anhand derer er sich davon überzeugen kann, dass die Emittenten von Wertpapieren, deren Zulassung zum Handel geprüft wird, ihren aus dem Gemeinschaftsrecht resultierenden Pflichten zur erstmaligen, laufenden und Ad-hoc-Offenlegung nachkommen.

   Die zuständige Behörde stellt sicher, dass der geregelte Markt Vorkehrungen trifft, die seinen Mitgliedern oder Teilnehmern den Zugang zu den nach Gemeinschaftsrecht veröffentlichten Informationen erleichtern.

4. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass geregelte Märkte die notwendigen Vorkehrungen getroffen haben, um die von ihnen zum Handel zugelassenen

Finanzinstrumente regelmäßig auf Erfüllung der Zulassungsanforderungen hin zu überprüfen.

5. Die Mitgliedstaaten sehen vor, dass ein in ihrem Hoheitsgebiet emittiertes Wertpapier, sobald es zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen ist, in der Folge ohne Einwilligung des Emittenten zum Handel auf anderen geregelten Märkten zugelassen werden kann. Der geregelte Markt unterrichtet den Emittenten darüber, dass seine Wertpapiere auf dem betreffenden geregelten Markt gehandelt werden. Gegenüber einem geregelten Markt, der seine Wertpapiere ohne seine Einwilligung zum Handel zugelassen hat, ist der Emittent in keiner Weise zur direkten Vorlage der in Absatz 3 vorgeschriebenen Angaben verpflichtet.

6. Um die einheitliche Anwendung der Absätze 1 bis 5 zu gewährleisten, erlässt die Kommission nach dem in Artikel 59 Absatz 2 bezeichneten Verfahren Durchführungsmaßnahmen, in denen

(a) die Charakteristika verschiedener Kategorien von Instrumenten festgelegt werden, die vom geregelten Markt bei der Prüfung der Frage zu berücksichtigen sind, ob ein Instrument in einer Art und Weise emittiert ist, die den Bedingungen, die in Absatz 1 Unterabsatz 2 für die Zulassung zum Handel auf den von ihm betriebenen Marktsegmenten festgelegt sind, entspricht;

(b) klargestellt wird, welche Vorkehrungen der geregelte Markt zu treffen hat, damit davon ausgegangen werden kann, dass er seiner Pflicht zu überprüfen, ob der Wertpapieremittent seine aus dem Gemeinschaftsrecht resultierenden Pflichten zur erstmaligen, laufenden oder Ad-hoc-Veröffentlichung von Finanzinformationen erfüllt, nachgekommen ist.

Artikel 38
Aussetzung des Handels und Ausschluss vom Handel

1. Unbeschadet des in Artikel 46 Absatz 1 Buchstaben j und k festgelegten Rechts der zuständigen Behörde, für ein Instrument die Aussetzung des Handels oder den Ausschluss vom Handel zu verlangen, kann der geregelte Markt den Handel mit einem Finanzinstrument, das seinen Regeln nicht mehr entspricht, aussetzen oder dieses Instrument vom Handel ausschließen, sofern die Anlegerinteressen oder das ordnungsgemäße Funktionieren des Marktes dadurch keinen Schaden nehmen dürften.

Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass ein geregelter Markt, der den Handel mit einem Finanzinstrument aussetzt oder dieses Instrument vom Handel ausschließt, seine Entscheidung öffentlich bekannt gibt und der zuständigen Behörde die einschlägigen Informationen übermittelt. Die zuständige Behörde ist verpflichtet, die zuständigen Behörden der anderen Mitgliedstaaten entsprechend zu unterrichten.

2. Eine zuständige Behörde, die für ein Finanzinstrument auf einem oder mehreren geregelten Märkten die Aussetzung des Handels oder den Ausschluss vom Handel verlangt, gibt ihre Entscheidung unverzüglich öffentlich bekannt und unterrichtet die zuständigen Behörden der anderen Mitgliedstaaten entsprechend.

Artikel 39
Zugang zum geregelten Markt

1. Die Mitgliedstaaten schreiben dem geregelten Markt vor, auf Dauer transparente, auf objektiven gewerblichen Kriterien beruhende Regeln für den Zugang zu oder die Mitgliedschaft auf dem geregelten Markt festzulegen. In diesen Regeln wird festgelegt, welche Pflichten den Mitgliedern oder Teilnehmern erwachsen aus:

   (a) der Gründung und Verwaltung des geregelten Markts;

   (b) den Regeln für die auf dem Markt getätigten Geschäfte;

   (c) Berufsstandards, zu deren Einhaltung die Mitarbeiter, die auf und in Verbindung mit dem Markt tätig sind, verpflichtet sind;

   (d) den Regeln und Verfahren für das Clearing und die Abrechnung der auf dem geregelten Markt getätigten Geschäfte.

   Die Mitgliedstaaten sorgen ferner dafür, dass geregelte Märkte wirksame Vorkehrungen treffen, um die kontinuierliche Einhaltung dieser Regeln durch ihre Mitglieder und Teilnehmer zu überwachen.

2. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass geregelte Märkte die Mitgliedschaft oder den Zugang auf die in Artikel 22 Absatz 3 genannten in Frage kommenden Gegenparteien beschränken.

3. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass die Regeln für den Zugang zu oder die Mitgliedschaft auf dem geregelten Markt die direkte, indirekte oder die Fernteilnahme von Wertpapierhäusern vorsehen.

4. Die Mitgliedstaaten gestatten geregelten Märkten aus anderen Mitgliedstaaten ohne weitere rechtliche oder verwaltungstechnische Auflage, in ihrem Hoheitsgebiet angemessene Systeme bereitzustellen, um räumlich entfernten, in ihrem Hoheitsgebiet niedergelassenen Mitgliedern oder Teilnehmern den Zugang zu und den Handel auf diesen Märkten zu erleichtern.

5. Die Mitgliedstaaten verpflichten den geregelten Markt, ihrer zuständigen Behörde regelmäßig das Verzeichnis seiner Mitglieder und Teilnehmer zu übermitteln.

Artikel 40
Überwachung des Handels auf geregelten Märkten

1. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass geregelte Märkte dauerhaft wirksame Vorkehrungen und Verfahren für die regelmäßige Überwachung der von ihren Mitgliedern oder Teilnehmern nach ihren Regeln und Systemen getätigten Geschäfte treffen, mit denen sich Verstöße gegen diese Regeln, ordnungswidrige Handelsbedingungen oder Verhaltensweisen, die einen Marktmissbrauch beinhalten könnten, ermitteln lassen.

2. Die Mitgliedstaaten verpflichten geregelte Märkte, der zuständigen Behörde Verstöße gegen ihre Regeln oder gegen rechtliche Verpflichtungen in Bezug auf Marktintegrität zu melden. Die Mitgliedstaaten verpflichten den geregelten Markt

ferner, der zuständigen Behörde unverzüglich die einschlägigen Informationen vorzulegen und sie in vollem Umfang bei der Untersuchung und Verfolgung von Fällen des Marktmissbrauchs, die die Systeme des geregelten Markts zum Ziel haben oder sich ihrer bedienen, zu unterstützen.

Artikel 41
Vorbörsliche Transparenzvorschriften für geregelte Märkte

1. Die Mitgliedstaaten verpflichten die geregelten Märkte, aktuelle Geld- und Briefkurse, die über ihre Systeme für zum Handel zugelassene Aktien bekannt gemacht werden, zu veröffentlichen. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass diese Informationen dem Publikum während der regulären Börsenzeiten zu vernünftigen kommerziellen Bedingungen fortlaufend zur Verfügung zu stellen sind.

   Die Mitgliedstaaten verpflichten gleichfalls die geregelten Märkte verbindliche Geld- und Briefkurse von Aktien, die zum Handel am geregelten Markt zugelassen sind and die von Wertpapierfirmen gemäss Artikel 25 mitgeteilt wurden, mittels der nach dem im ersten Unterabsatz verwandten Vorkehrungen zu veröffentlichen.

2. Die Mitgliedstaaten sehen vor, dass die zuständigen Behörden in der Lage sein müssen, geregelte Märkte in Bezug auf Geschäfte, die im Vergleich zu der für die betreffende Aktie oder Kategorie von Aktie üblichen Marktgröße sehr umfangreich sind, von ihrer Pflicht zur Veröffentlichung der in Absatz 1 bezeichneten Informationen freizustellen.

3. Um die einheitliche Anwendung der Absätze 1 und 2 zu gewährleisten, erlässt die Kommission nach dem in Artikel 59 Absatz 2 bezeichneten Verfahren Durchführungsmaßnahmen, in denen festgelegt wird,

   (a) welche Spanne zwischen Geld- und Briefkursen oder Kursofferten bestimmter Marktmacher zu veröffentlichen und welche Tiefe von Handelsinteressen zu diesen Kursen bekannt zu machen ist;

   (b) welche Kategorien von Aufträgen oder Kursofferten von Marktmachern bekannt zu machen sind;

   (c) bei welchen Geschäftsvolumen und welchen Geschäftskategorien gemäß Absatz 2 von einer vorbörslichen Offenlegung abgesehen werden kann;

   (d) inwieweit die Absätze 1 und 2 auf Handelsmethoden geregelter Märkte anwendbar sind, die Geschäfte nach ihren Regeln mit Referenz auf Kurse schließen, die außerhalb der Regeln und Systeme des geregelten Markts oder durch periodische Auktion festgelegt werden;

   (e) welche Vereinbarungen im Hinblick auf die Veröffentlichung der Informationen zu vernünftigen kommerziellen Bedingungen getroffen werden sollten.

Artikel 42
Nachbörsliche Transparenzvorschriften für geregelte Märkte

1. Die Mitgliedstaaten verpflichten die geregelten Märkte, Kurs, Umfang und Zeitpunkt der Geschäfte bekannt zu machen, die nach ihren Regeln und Systemen mit zum Handel zugelassenen Aktien getätigt wurden. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass nähere Angaben zu all diesen Geschäften zu vernünftigen kommerziellen Bedingungen und so weit wie möglich auf Echtzeitbasis zu veröffentlichen sind.

   Die Mitgliedstaaten verpflichten die geregelten Märkte ferner, nähere Angaben zu Geschäften mit von ihnen zum Handel zugelassenen Aktien, die ihnen von Wertpapierhäusern gemäß Artikel 26 Absatz 1 gemeldet werden, auf gleichem Wege bekannt zu machen wie die in Unterabsatz 1 geforderten Informationen.

2. Die Mitgliedstaaten sehen vor, dass die zuständige Behörde geregelten Märkten in Bezug auf Geschäfte, die im Vergleich zu der für die betreffende Aktie oder Kategorie von Aktie üblichen Marktgröße sehr umfangreich sind, gestatten kann, die näheren Angaben zu diesen Geschäften zu einem späteren Zeitpunkt zu veröffentlichen. Die zuständige Behörde muss vorgeschlagenen Vereinbarungen über eine spätere Bekanntgabe des Handels vorab zustimmen und dafür sorgen, dass die Marktteilnehmer und das anlegende Publikum unmissverständlich über diese Vereinbarung informiert werden.

3. Um ein effizientes und ordnungsgemäßes Funktionieren der Finanzmärkte zu gewährleisten und die einheitliche Anwendung der Absätze 1 und 2 sicherzustellen, erlässt die Kommission nach dem in Artikel 59 Absatz 2 bezeichneten Verfahren Durchführungsmaßnahmen, in denen Folgendes festgelegt wird:

   (a) Umfang und Inhalt der Informationen, die dem Publikum zur Verfügung gestellt werden müssen;

   (b) die Bedingungen, unter denen ein geregelter Markt eine spätere Veröffentlichung von Geschäften vorsehen kann, und die Geschäftsvolumen oder Kategorien von Aktien, bei denen eine spätere Veröffentlichung zulässig ist;

   (c) die Vereinbarungen, die im Hinblick auf die Veröffentlichung der Informationen zu vernünftigen kommerziellen Bedingungen getroffen werden sollten.

Artikel 43
Clearing-Vereinbarungen

1. Die Mitgliedstaaten räumen geregelten Märkten das Recht ein, mit einer zentralen Gegenpartei oder einer Clearingstelle eines anderen Mitgliedstaats zweckmäßige Vereinbarungen über Novation oder Netting einiger oder aller Geschäfte, die von Marktteilnehmern nach ihren Regeln und Systemen getätigt werden, zu schließen.

2. Die für einen geregelten Markt zuständige Behörde kann sich der Nutzung einer zentralen Gegenpartei oder Clearingstelle in einem anderen Mitgliedstaat nicht widersetzen, es sei denn, dies ist für die Aufrechterhaltung des ordnungsgemäßen Funktionierens dieses geregelten Markts unumgänglich.

Artikel 44
Verzeichnis geregelter Märkte

Jeder Mitgliedstaat erstellt ein Verzeichnis der geregelten Märkte, für die er der Herkunftsmitgliedstaat ist, und übermittelt dieses Verzeichnis den übrigen Mitgliedstaaten und der Kommission. Die gleiche Mitteilung erfolgt bei jeder Änderung dieses Verzeichnisses. Die Kommission veröffentlicht ein Verzeichnis aller geregelten Märkte im *Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften* und aktualisiert es mindestens einmal jährlich.

TITEL IV

ZUSTÄNDIGE BEHÖRDEN

Kapitel I –

BENENNUNG, BEFUGNISSE, MITTELAUSSTATTUNG UND RECHTSMITTEL

Artikel 45
Benennung der zuständigen Behörden

1. Jeder Mitgliedstaat benennt eine zuständige Behörde, die für die Wahrnehmung aller in den einzelnen Bestimmungen dieser Richtlinie vorgesehenen Aufgaben verantwortlich ist. Die Mitgliedstaaten teilen der Kommission den Namen der für die Erfüllung all dieser Aufgaben verantwortlichen zuständigen Behörde sowie jede etwaige Aufgabenteilung mit.

   Die Kommission veröffentlicht im Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften ein Verzeichnis der zuständigen Behörden und aktualisiert es mindestens einmal jährlich.

2. Unbeschadet der Möglichkeit, in den ausdrücklich genannten Fällen Aufgaben auf andere Stellen zu übertragen, muss es sich bei den in Absatz 1 genannten zuständigen Behörden auch tatsächlich um Behörden handeln.

   Eine solche Übertragung kann nur stattfinden, wenn klar definiert und dokumentiert ist, wie eine Aufgabe im Falle der Übertragung wahrzunehmen ist. Vor einer Übertragung stellen die zuständigen Behörden sicher, dass die Stelle, der Aufgaben übertragen werden sollen, über die zur tatsächlichen Erfüllung aller Pflichten notwendigen Kapazitäten und Mittel verfügt, und dass sie die notwendigen Vorkehrungen getroffen hat, um etwaige nachteilige Auswirkungen eines Interessenkonflikts zwischen der Wahrnehmung der ihr übertragenen Aufgaben einerseits und etwaiger sonstiger Eigentumsanteile oder Geschäftsinteressen andererseits präzise zu ermitteln und zu vermeiden.

   Die Wirksamkeit dieser Vorkehrungen wird von den zuständigen Behörden regelmäßig überprüft. Sie sind in letzter Instanz verantwortlich dafür, dass die nach dieser Richtlinie erlassenen Bestimmungen angewandt werden.

3. Benennt ein Mitgliedstaat für die Durchsetzung einer Bestimmung dieser Richtlinie mehr als eine zuständige Behörde, so werden die jeweiligen Aufgaben klar abgesteckt und arbeiten diese Behörden eng zusammen.

Jeder Mitgliedstaat gewährleistet, dass eine solche Zusammenarbeit auch zwischen den im Sinne dieser Richtlinie zuständigen Behörden und den in diesem Mitgliedstaat für die Beaufsichtigung von Kreditinstituten, sonstigen Finanzinstituten und Versicherungsunternehmen zuständigen Behörden stattfindet.

Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass diese Behörden alle für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben wesentlichen oder einschlägigen Informationen austauschen.

Artikel 46
Befugnisse der zuständigen Behörden

1. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass die zuständigen Behörden über alle für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben notwendigen Aufsichts-, Ermittlungs- und Vollstreckungsbefugnisse verfügen. Sie üben diese Befugnisse in Einklang mit den nationalen Rechtsvorschriften entweder direkt oder gegebenenfalls in Zusammenarbeit mit anderen Behörden, einschließlich Justizbehörden, aus.

Die Mitgliedstaaten stellen insbesondere sicher, dass die zuständigen Behörden zumindest befugt sind,

(a) Unterlagen jeder Art einzusehen;

(b) von jeder Person, jedem Wertpapierhaus und jedem geregelten Markt zusätzliche Auskünfte zu verlangen und bei Informationsbedarf eine Person vorzuladen und zu vernehmen;

(c) Prüfungen vor Ort durchzuführen;

(d) bereits existierende Aufzeichnungen von Telefongesprächen und Datenübermittlungen anzufordern;

(e) die Einstellung einer Praxis, die gegen die nach dieser Richtlinie erlassenen Vorschriften verstößt, zu verlangen;

(f) das Einfrieren und/oder die Beschlagnahme von Vermögenswerten zu beantragen;

(g) ein vorübergehendes Berufsverbot zu beantragen;

(h) von den Abschlussprüfern zugelassener Unternehmen die Erteilung von Auskünften zu verlangen;

(i) jede beliebige Maßnahme zu erlassen, um zu gewährleisten, dass zugelassene Unternehmen auch weiterhin den rechtlichen Anforderungen genügen;

(j) die Aussetzung des Handels mit einem Finanzinstrument zu verlangen;

(k) den Ausschluss eines Finanzinstruments vom Handel zu verlangen, unabhängig davon, ob dieser auf einem geregelten Markt oder über ein anderes Handelssystem stattfindet;

(l) um gerichtliche Verfügungen zu ersuchen und andere Maßnahmen zu ergreifen, um die Erfüllung dieser Aufsichts-, administrativen und Ermittlungsbefugnisse zu gewährleisten;

(m) Verwaltungsstrafen zu verhängen;

(n) eine strafrechtliche Verfolgung einzuleiten oder eine Sache an ein Strafgericht zu verweisen.

2. Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass die zuständigen Behörden über eine für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben angemessene Mittelausstattung verfügen und das Personal dieser Behörden Berufsgrundsätze einhält und angemessenen internen Verfahren oder Verhaltensregeln unterliegt, die insbesondere die ordnungsgemäße Einhaltung von Vertraulichkeits- und Geheimhaltungsbestimmungen, den Schutz personenbezogener Daten und faire Verfahren gewährleisten.

Artikel 47
Strafmaßnahmen

1. Unbeschadet der Verfahren für den Entzug der Zulassung oder des Rechts der Mitgliedstaaten auf Verhängung von Strafen sorgen die Mitgliedstaaten nach ihrem innerstaatlichen Recht dafür, dass die zuständigen Behörden gegen Personen, die für eine Missachtung der nach dieser Richtlinie erlassenen Vorschriften verantwortlich sind, geeignete Verwaltungsmaßnahmen einleiten oder Verwaltungsstrafen verhängen. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass diese Maßnahmen wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sind.

2. Die Mitgliedstaaten legen fest, welche Sanktionen bei Unterlassung der Zusammenarbeit in einem Ermittlungsverfahren zu verhängen sind.

3. Die Mitgliedstaaten sehen vor, dass die zuständige Behörde jede Maßnahme oder Sanktion, die bei einem Verstoß gegen die nach dieser Richtlinie erlassenen Vorschriften verhängt wird, öffentlich bekannt geben kann, sofern eine solche Bekanntgabe die Stabilität der Finanzmärkte nicht gefährdet oder den Beteiligten keinen unverhältnismäßig hohen Schaden zufügt.

Artikel 48
Recht auf Einlegung eines Rechtsmittels

1. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass jede Entscheidung, die im Rahmen der nach dieser Richtlinie erlassenen Rechts- oder Verwaltungsvorschriften getroffen wird, angemessen begründet wird, bei Gericht angefochten oder von einem Gericht überprüft werden kann. Gleiches gilt, wenn über einen Antrag auf Zulassung, der alle erforderlichen Angaben enthält, innerhalb von sechs Monaten nach Vorlage nicht entschieden worden ist.

2. Die Mitgliedstaaten sehen in Bezug auf das in Absatz 1 genannte Recht auf Einlegung eines Rechtsmittels vor, dass eine oder mehrere der folgenden nach den innerstaatlichen Rechtsvorschriften bestimmten Einrichtungen gemäß dem jeweiligen innerstaatlichen Recht im Interesse von Verbrauchern die zuständige Behörden oder die Gerichte anrufen kann bzw. können:

(a) öffentliche Einrichtungen oder ihre Vertreter;

(b) Verbraucherverbände, die ein berechtigtes Interesse am Schutz der Verbraucher haben;

(c) Berufsverbände, die ein berechtigtes Interesse daran haben, sich für den Schutz der Verbraucher einzusetzen.

Artikel 49
Außergerichtliches Verfahren für Anlegerbeschwerden

1. Die Mitgliedstaaten richten effiziente und wirksame Beschwerde- und Schlichtungsverfahren für die außergerichtliche Beilegung von Streitfällen zwischen Verbrauchern und Wertpapierhäusern über die von diesen erbrachten Wertpapier- und Nebendienstleistungen ein und greifen dabei gegebenenfalls auf bestehende Einrichtungen zurück.

2. Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass diese Einrichtungen nicht durch Rechts- oder Verwaltungsvorschriften daran gehindert werden, bei der Beilegung grenzübergreifender Streitfälle wirksam zusammenzuarbeiten.

Artikel 50
Berufsgeheimnis

1. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass alle Personen, die für die zuständigen Behörden oder für Stellen, auf die nach Artikel 45 Absatz 2 Aufgaben übertragen wurden, tätig sind oder waren, sowie die von den zuständigen Behörden beauftragten Wirtschaftsprüfer und Sachverständigen dem Berufsgeheimnis unterliegen. Diese dürfen vertrauliche Informationen, die sie in ihrer beruflichen Eigenschaft erhalten, an keine Person oder Behörde weitergeben, es sei denn in zusammengefasster oder allgemeiner Form, die die einzelnen Wertpapierhäuser nicht erkennen lässt; davon unberührt bleiben Fälle, die unter das Strafrecht fallen.

2. Wurde für ein Wertpapierhaus durch Gerichtsbeschluss das Konkursverfahren eröffnet oder die Zwangsabwicklung eingeleitet, so können vertrauliche Informationen, die sich nicht auf Dritte beziehen, die an Versuchen zur Rettung des Wertpapierhauses beteiligt sind, in zivil- oder handelsrechtlichen Verfahren weitergegeben werden.

Artikel 51
Beziehungen zu Wirtschaftsprüfern

1. Die Mitgliedstaaten sehen zumindest vor, dass jede im Rahmen der Richtlinie 84/253/EWG des Rates[21] zugelassene Person, die in einem Wertpapierhaus die in Artikel 51 der Richtlinie 78/660/EWG des Rates[22], Artikel 37 der Richtlinie 83/349/EWG oder in Artikel 31 der Richtlinie 85/611/EWG beschriebene oder eine andere gesetzlich vorgeschriebene Tätigkeit ausübt, verpflichtet ist, den zuständigen Behörden unverzüglich jeden dieses Unternehmen betreffenden Sachverhalt oder Beschluss zu melden, von dem sie in Ausübung ihrer Tätigkeit Kenntnis erlangt hat und der

   (a) einen erheblichen Verstoß gegen die Rechts- und Verwaltungsvorschriften, die die Zulassungsvoraussetzungen beinhalten oder die Ausübung der Tätigkeit von Wertpapierhäusern regeln, darstellen könnte;

   (b) den Fortbestand des Wertpapierhauses in Frage stellen könnte;

   (c) dazu führen könnte, dass der Prüfungsvermerk verweigert oder unter einen Vorbehalt gestellt wird.

   Diese Person ist ferner zur Meldung jedes Sachverhalts oder Beschlusses verpflichtet, von dem sie in Ausübung einer der im ersten Unterabsatz bezeichneten Tätigkeiten in einem Unternehmen Kenntnis erlangt, das aufgrund eines Kontrollverhältnisses in enger Verbindung zu dem Wertpapierhaus steht, in dem sie diese Tätigkeit ausübt.

2. Meldet eine im Rahmen der Richtlinie 84/253/EWG zugelassene Person den zuständigen Behörden nach Treu und Glauben einen der in Absatz 1 genannten Sachverhalte oder Beschlüsse, so stellt dies keinen Verstoß gegen eine etwaige vertragliche oder rechtliche Beschränkung der Informationsweitergabe dar und zieht für diese Personen keinerlei Haftung nach sich.

KAPITEL II

ZUSAMMENARBEIT ZWISCHEN DEN ZUSTÄNDIGEN BEHÖRDEN DER EINZELNEN MITGLIEDSTAATEN

Artikel 52
Pflicht zur Zusammenarbeit

1. Die zuständigen Behörden der einzelnen Mitgliedstaaten arbeiten in Ausübung der ihnen durch diese Richtlinie oder durch nationale Rechtsvorschriften übertragenen Befugnisse zusammen, wann immer dies zur Wahrnehmung der in dieser Richtlinie festgelegten Aufgaben erforderlich ist.

---

21 ABl. L 126 vom 12.5.1985, S.20.
22 ABl. L 222 vom 14.8.1978, S.11.

Die zuständigen Behörden leisten den zuständigen Behörden anderer Mitgliedstaaten Amtshilfe. Sie tauschen insbesondere Informationen aus und arbeiten bei allen Ermittlungen zusammen.

2. Die Mitgliedstaaten ergreifen die notwendigen administrativen und organisatorischen Maßnahmen, um die in Absatz 1 vorgesehene Amtshilfe zu erleichtern.

Die zuständigen Behörden können für die Zwecke der Zusammenarbeit von ihren Befugnissen Gebrauch machen, auch wenn die Verhaltensweise, die Gegenstand der Ermittlung ist, keinen Verstoß gegen eine in dem betreffenden Mitgliedstaat geltende Regelung darstellt.

3. Ist eine zuständige Behörde davon überzeugt, dass Unternehmen, die nicht ihrer Aufsicht unterliegen, im Hoheitsgebiet eines anderen Mitgliedstaats gegen die Bestimmungen dieser Richtlinie verstoßen oder verstoßen haben, so teilt sie dies der zuständigen Behörde des anderen Mitgliedstaats so genau wie möglich mit. Letztere ergreift geeignete Maßnahmen. Sie unterrichtet die zuständige Behörde, von der sie die Mitteilung erhalten hat, über den Ausgang dieser Maßnahmen und soweit wie möglich über wesentliche zwischenzeitlich eingetretene Entwicklungen.

Artikel 53
Zusammenarbeit bei Ermittlungen

1. Die zuständige Behörde eines Mitgliedstaats kann die zuständige Behörde eines anderen Mitgliedstaats um Zusammenarbeit bei einer Überprüfung vor Ort oder einer Ermittlung ersuchen.

Zuständige Behörden, die derartige Ersuchen erhalten, müssen diesen im Rahmen ihrer Befugnisse entsprechen und

(a) die Überprüfungen selbst vornehmen;

(b) den ersuchenden Behörden die Durchführung der Überprüfungen gestatten oder

(c) Wirtschaftsprüfern oder Sachverständigen die Durchführung der Überprüfungen gestatten.

2. Eine zuständige Behörde kann sich nur weigern, einem nach Absatz 1 gestellten Ersuchen auf Zusammenarbeit bei der Durchführung einer Ermittlung zu entsprechen, wenn

(a) eine solche Ermittlung die Souveränität, die Sicherheit oder die öffentliche Ordnung des eigenen Landes beeinträchtigen könnte;

(b) aufgrund derselben Handlungen und gegen dieselben Personen bereits ein Verfahren vor einem Gericht des eigenen Landes anhängig ist;

(c) gegen die betreffenden Personen aufgrund derselben Handlungen bereits ein rechtskräftiges Urteil im eigenen Land ergangen ist.

Im Falle einer solchen Weigerung teilt die zuständige Behörde dies der ersuchenden zuständigen Behörde mit und übermittelt ihr möglichst genaue Informationen.

Artikel 54
Informationsaustausch

1. Die zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten übermitteln einander unverzüglich alle Informationen, die sie zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben, wie sie in den nach dieser Richtlinie erlassenen Bestimmungen festgelegt sind, benötigen.

   Artikel 50 hindert die zuständigen Behörden nicht daran, gemäß dieser Richtlinie Informationen auszutauschen.

   Bei der Übermittlung von Informationen geben die zuständigen Behörden an, welche der übermittelten Informationen oder welcher Teil davon als vertraulich zu betrachten ist und folglich unter das Berufsgeheimnis fällt.

   Die Kommission kann nach dem in Artikel 59 Absatz 2 bezeichneten Komitologieverfahren Durchführungsmaßnahmen zu den Verfahren des Informationsaustauschs erlassen.

2. Erhalten zuständige Behörden vertrauliche Informationen nach Absatz 1 oder nach den Artikeln 51 und 58, so dürfen sie diese in Wahrnehmung ihrer Aufgaben nur verwenden, um

   (a) zu überprüfen, ob die Zulassungsbedingungen für Wertpapierhäuser erfüllt sind, und um die Überwachung der Geschäftsführung auf konsolidierter oder nicht konsolidierter Basis zu erleichtern, insbesondere was die in der Richtlinie 93/6/EWG vorgesehenen Eigenkapitalanforderungen, die verwaltungsmäßige und buchhalterische Organisation und die internen Kontrollmechanismen anbelangt;

   (b) die reibungslose Funktionsweise der Handelsplätze zu überwachen;

   (c) Strafmaßnahmen zu verhängen;

   (d) eine Entscheidung der zuständigen Behörden im Rahmen eines Verwaltungsverfahrens anzufechten, oder

   (e) sie bei Gerichtsverfahren, die im Rahmen von Artikel 48 angestrengt werden, einzusetzen.

   Bei Einwilligung der übermittelnden Behörde kann die Empfängerbehörde die Informationen jedoch auch für andere Zwecke verwenden.

3. Weder die Absätze 1 und 2 noch der Artikel 50 stehen einer Weitergabe von Informationen an Verwaltungsstellen von Entschädigungssystemen entgegen, wenn diese die Informationen für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben benötigen, noch verhindern sie den Austausch von Informationen, die für die Wahrnehmung von Aufsichtsfunktionen erforderlich sind

(a) innerhalb eines Mitgliedstaats bzw. zwischen Mitgliedstaaten, zwischen zuständigen Behörden und

(i) Einrichtungen, die für die Liquidation oder das Konkursverfahren von Wertpapierhäusern oder für ähnliche Verfahren zuständig sind;

(ii) den mit der gesetzlichen Kontrolle der Rechnungslegung des betreffenden Wertpapierhauses und sonstiger Finanzinstitute und Versicherungsgesellschaften betrauten Personen;

(b) zwischen den zuständigen Behörden und den Behörden oder Stellen anderer Mitgliedstaaten, die für die Beaufsichtigung von Kreditinstituten, anderen Finanzinstituten und Versicherungsunternehmen zuständig sind.

Derartige Informationen fallen unter das Berufsgeheimnis nach Artikel 50.

4. Unbeschadet der Absätze 1 und 2 und der Artikel 50 und 58 können die Mitgliedstaaten einen Informationsaustausch gestatten zwischen den zuständigen Behörden und

(a) den Behörden, die für die Überwachung der Stellen zuständig sind, die mit der Liquidation oder dem Konkurs von Wertpapierhäusern oder ähnlichen Verfahren befasst sind;

(b) den Behörden, die für die Überwachung der Personen zuständig sind, die mit der gesetzlichen Kontrolle der Rechnungslegung von Versicherungsunternehmen, Kreditinstituten, Wertpapierhäusern und sonstigen Finanzinstituten betraut sind.

Die Mitgliedstaaten, die von der im ersten Unterabsatz genannten Möglichkeit Gebrauch machen, schreiben vor, dass zumindest die folgenden Bedingungen erfüllt sein müssen:

(a) die Informationen müssen der Wahrnehmung der im ersten Unterabsatz genannten Überwachungsaufgabe dienen;

(b) die in diesem Rahmen erhaltenen Informationen müssen dem Berufsgeheimnis nach Artikel 50 unterliegen;

(c) stammen die Informationen aus einem anderen Mitgliedstaat, so dürfen sie nur mit ausdrücklicher Zustimmung der zuständigen Behörden, die diese übermittelt haben, bekannt gegeben werden und dürfen nur für den Zweck verwendet werden, für den die letztgenannte Behörde ihre Zustimmung gegeben hat.

Die Mitgliedstaaten teilen der Kommission und den anderen Mitgliedstaaten die Namen der Behörden mit, die nach diesem Absatz Informationen erhalten dürfen.

5. Unbeschadet der Absätze 1 und 2 und der Artikel 50 und 58 gestatten die Mitgliedstaaten zur Stärkung der Stabilität und Integrität des Finanzsystems den Informationsaustausch zwischen den zuständigen Behörden und den Behörden oder Stellen, die rechtlich für die Aufdeckung und Untersuchung von Verstößen gegen das Gesellschaftsrecht zuständig sind.

Die Mitgliedstaaten, die von der im ersten Unterabsatz genannten Möglichkeit Gebrauch machen, schreiben vor, dass zumindest die folgenden Bedingungen erfüllt sein müssen:

(a) die Informationen dienen der Wahrnehmung der im ersten Unterabsatz genannten Aufgabe;

(b) die in diesem Rahmen erhaltenen Informationen unterliegen den in Artikel 50 für das Berufsgeheimnis festgelegten Bedingungen;

(c) stammen die Informationen aus einem anderen Mitgliedstaat, so dürfen sie nur mit ausdrücklicher Zustimmung der zuständigen Behörden, die diese übermittelt haben, bekannt gegeben werden und dürfen nur für den Zweck verwendet werden, für den die letztgenannte Behörde ihre Zustimmung gegeben hat.

Ziehen in einem Mitgliedstaat die im ersten Unterabsatz genannten Behörden oder Stellen zur Wahrnehmung ihrer Aufgabe, Verstöße aufzudecken und zu untersuchen, Personen hinzu, die aufgrund ihrer besonderen Kompetenz zu diesem Zweck bestellt werden und nicht im öffentlichen Sektor beschäftigt sind, so kann die im ersten Unterabsatz genannte Möglichkeit des Informationsaustausches unter den im zweiten Unterabsatz festgelegten Bedingungen auch auf diese Personen ausgedehnt werden.

In den in Unterabsatz 2 Buchstabe c genannten Fällen teilen die im ersten Unterabsatz genannten Behörden oder Stellen den zuständigen Behörden, die die Informationen übermittelt haben, die Namen und genauen Aufgaben der Personen, denen die Informationen zu übermitteln sind, mit.

Die Mitgliedstaaten teilen der Kommission und den anderen Mitgliedstaaten die Namen der Behörden oder Stellen mit, die nach diesem Absatz Informationen erhalten dürfen.

6. Dieser Artikel und die Artikel 50 und 58 hindern eine zuständige Behörde nicht daran, Zentralbanken, dem Europäischen System der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank in ihrer Eigenschaft als Währungsbehörden sowie gegebenenfalls anderen mit der Überwachung von Zahlungssystemen betrauten öffentlichen Behörden derartige Informationen für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben zu übermitteln.

Ebenso wenig werden solche Behörden oder Stellen daran gehindert, den zuständigen Behörden die Informationen zu übermitteln, die diese gegebenenfalls für die Zwecke von Absatz 3 benötigen. Die in diesem Rahmen erhaltenen Informationen unterliegen dem Berufsgeheimnis nach Artikel 50.

7. Dieser Artikel und die Artikel 50 und 58 hindern die zuständigen Behörden nicht daran, die Informationen einer Clearingstelle oder einer ähnlichen anderen Stelle zu übermitteln, die nach einzelstaatlichem Recht für die Erbringung von Clearing- oder Abrechnungsdienstleistungen auf den Märkten eines der Mitgliedstaaten anerkannt ist, wenn die zuständigen Behörden die Übermittlung dieser Informationen für notwendig halten, um im Falle von Verstößen oder möglichen Verstößen von Marktteilnehmern das ordnungsgemäße Funktionieren dieser Stellen zu gewährleisten.

Die erhaltenen Informationen fallen unter das Berufsgeheimnis nach Artikel 50. Doch sorgen die Mitgliedstaaten dafür, dass die gemäß Absatz 1 dieses Artikels erhaltenen Informationen unter den in diesem Absatz genannten Umständen nur mit der ausdrücklichen Zustimmung der zuständigen Behörden, die diese Informationen übermittelt haben, weitergegeben werden dürfen.

8. Zusätzlich zu und unbeschadet der in den Absätzen 1 und 2 und in den Artikeln 50 und 58 bezeichneten Bestimmungen können die Mitgliedstaaten durch Gesetze die Weitergabe bestimmter Informationen an andere Verwaltungsstellen ihrer Zentralregierung, die für die Rechtsvorschriften über die Beaufsichtigung von Kreditinstituten, Finanzinstituten, Wertpapierhäusern und Versicherungsgesellschaften zuständig sind, sowie an die von diesen Stellen beauftragten Prüfer gestatten.

Eine solche Weitergabe kann jedoch nur erfolgen, wenn dies aus aufsichtsrechtlichen Gründen erforderlich ist.

9. Weder dieser noch der Artikel 50 hindern die zuständigen Behörden daran, die Informationen an jede Stelle oder alle Stellen weiterzuleiten, auf die sie ihre Aufgaben übertragen haben, wenn sie dies für die ordnungsgemäße Wahrnehmung dieser Aufgaben für erforderlich halten.

Die erhaltenen Informationen fallen unter das Berufsgeheimnis nach Artikel 50. Doch sorgen die Mitgliedstaaten dafür, dass die gemäß Absatz 1 dieses Artikels von den zuständigen Behörden anderer Mitgliedstaaten erhaltenen Informationen unter den in diesem Absatz genannten Umständen nur mit der ausdrücklichen Zustimmung der zuständigen Behörden, die diese Informationen übermittelt haben, weitergegeben werden dürfen.

Artikel 55
Konsultation zwischen den Behörden vor einer weiteren Zulassung

1. Die zuständigen Behörden des anderen beteiligten Mitgliedstaats werden konsultiert, bevor einem Wertpapierhaus die Zulassung erteilt wird, das

   (a) ein Tochterunternehmen eines in einem anderen Mitgliedstaat zugelassenen Wertpapierhauses oder Kreditinstituts ist;

   (b) ein Tochterunternehmen des Mutterunternehmens eines in einem anderen Mitgliedstaat zugelassenen Wertpapierhauses oder Kreditinstituts ist;

   (c) von den gleichen natürlichen oder juristischen Personen kontrolliert wird wie ein in einem anderen Mitgliedstaat zugelassenes Wertpapierhaus oder Kreditinstitut.

2. Die zuständige Behörde des für die Beaufsichtigung von Kreditinstituten oder Versicherungsunternehmen zuständigen Mitgliedstaats wird konsultiert, bevor einem Wertpapierhaus die Zulassung erteilt wird, das

   (a) ein Tochterunternehmen eines in der Gemeinschaft zugelassenen Kreditinstituts oder Versicherungsunternehmens ist;

(b) ein Tochterunternehmen des Mutterunternehmens eines in der Gemeinschaft zugelassenen Kreditinstituts oder Versicherungsunternehmens ist, oder

(c) von der gleichen natürlichen oder juristischen Person kontrolliert wird wie ein in der Gemeinschaft zugelassenes Kreditinstitut oder Versicherungsunternehmen.

3. Die im ersten und zweiten Absatz genannten zuständigen Behörden konsultieren einander insbesondere in Fällen, in denen es um die Bewertung der Eignung der Aktionäre sowie des Leumunds und der Erfahrungen der Führungskräfte geht, die an der Leitung eines anderen Unternehmens der gleichen Gruppe beteiligt sind. Sie tauschen sämtliche Informationen aus, die die Eignung der Aktionäre sowie den Leumund und die Erfahrungen der Führungskräfte betreffen und die für die jeweils anderen beteiligten Behörden von Bedeutung sind, wenn es um die Vergabe einer Zulassung sowie um die laufende Bewertung der Einhaltung der Tätigkeitsbedingungen geht.

Artikel 56
Befugnisse der Aufnahmemitgliedstaaten

1. Die Aufnahmemitgliedstaaten können alle Wertpapierhäuser mit Zweigniederlassungen in ihrem Hoheitsgebiet zu statistischen Zwecken dazu verpflichten, ihnen regelmäßig über die Tätigkeiten dieser Zweigniederlassungen Bericht zu erstatten.

2. In Wahrnehmung der ihnen mit dieser Richtlinie übertragenen Pflichten können die Aufnahmemitgliedstaaten die Zweigniederlassungen von Wertpapierhäusern zur Vorlage der Informationen verpflichten, die notwendig sind, um zu kontrollieren, ob sie den für sie geltenden, vom Aufnahmemitgliedstaat gesetzten Normen entsprechen. Diese Anforderungen dürfen allerdings nicht strenger sein als die Anforderungen, die diese Mitgliedstaaten den niedergelassenen Wertpapierhäusern zur Überwachung der Einhaltung derselben Normen auferlegen.

Artikel 57
Sicherungsbefugnisse der Aufnahmemitgliedstaaten

1. Hat die zuständige Behörde des Aufnahmemitgliedstaats klare und nachweisliche Gründe zu der Annahme, dass ein in ihrem Hoheitsgebiet im Rahmen des freien Dienstleistungsverkehrs tätiges Wertpapierhaus gegen die Verpflichtungen verstößt, die ihm aus den nach dieser Richtlinie erlassenen Vorschriften erwachsen, so teilt sie ihre Erkenntnisse der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats mit.

2. Verhält sich das Wertpapierhaus trotz der von der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats ergriffenen Maßnahmen oder aufgrund der Tatsache, dass diese Maßnahmen nicht greifen, weiterhin auf eine Art und Weise, die den Interessen der Anleger des Aufnahmemitgliedstaats oder der ordnungsgemäßen Funktionsweise der Märkte eindeutig abträglich ist, so ergreift die zuständige Behörde des Aufnahmemitgliedstaats nach vorheriger Unterrichtung der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats alle geeigneten Maßnahmen, um den Schutz der Anleger und die ordnungsgemäße Funktionsweise der Märkte zu gewährleisten. Die Kommission wird über derartige Maßnahmen unverzüglich in Kenntnis gesetzt.

Artikel 58
Informationsaustausch mit Drittländern

1. Die Mitgliedstaaten können Kooperationsvereinbarungen über den Informationsaustausch mit Behörden oder Stellen in Drittländern schließen, die die gleichen Aufgaben haben wie die in Artikel 54 Absätze 3 und 4 genannten Stellen, wenn dabei gewährleistet ist, dass die übermittelten Informationen zumindest in dem in Artikel 50 vorgeschriebenen Umfang dem Berufsgeheimnis unterliegen. Ein derartiger Informationsaustausch muss der Wahrnehmung der Aufsichtsaufgabe der zuvor genannten Behörden oder Stellen dienen.

2. Stammen die Informationen aus einem anderen Mitgliedstaat, so dürfen sie nur mit ausdrücklicher Zustimmung der zuständigen Behörden, die diese übermittelt haben, und gegebenenfalls nur für die Zwecke, für die diese Behörden ihre Zustimmung gegeben haben, weitergegeben werden.

TITEL V

SCHLUSSBESTIMMUNGEN

Artikel 59

1. Die Kommission wird durch den durch den Beschluss 2001/528/EG der Kommission[23] eingesetzten Europäischen Wertpapierausschuss (nachfolgend "der Ausschuss" genannt) unterstützt.

2. Wird auf diesen Absatz Bezug genommen, so gelten die Artikel 5 und 7 des Beschlusses 1999/468/EG unter Beachtung von dessen Artikel 8, sofern die nach diesem Verfahren erlassenen Durchführungsmaßnahmen die wesentlichen Bestimmungen dieser Richtlinie unangetastet lassen.

Der in Artikel 5 Absatz 6 des Beschlusses 1999/468/EG genannte Zeitraum wird auf drei Monate festgesetzt.

3. Unbeschadet der bereits erlassenen Durchführungsmaßnahmen wird nach Ablauf eines Zeitraums von vier Jahren ab Inkrafttreten dieser Richtlinie die Anwendung der Bestimmungen, die die Annahme von technischen Vorschriften und Entscheidungen nach dem in Absatz 2 genannten Verfahren vorsehen, ausgesetzt. Das Europäische Parlament und der Rat können die betreffenden Bestimmungen auf Vorschlag der Kommission nach dem Verfahren des Artikels 251 des Vertrags verlängern und überprüfen sie zu diesem Zweck vor Ablauf des genannten Zeitraums.

---

[23] ABl. L 191 vom 13.7.2001, S.45.

Artikel 60
Berichte und Überprüfung

1. Spätestens [am 31. Dezember 2008, vier Jahre nach Inkrafttreten dieser Richtlinie] erstattet die Kommission dem Europäischen Parlament und dem Rat auf der Grundlage einer öffentlichen Konsultation und unter Berücksichtigung der Diskussionen mit den zuständigen Behörden Bericht über die mögliche Ausdehnung des Anwendungsbereichs der in dieser Richtlinie festgelegten vor- und nachbörslichen Transparenzvorschriften auf Geschäfte mit Finanzinstrumentkategorien, die keine Aktien sind.

   Auf der Grundlage dieses Berichts kann die Kommission damit zusammenhängende Änderungen an dieser Richtlinie vorschlagen.

2. Spätestens [am 31. Dezember 2006, zwei Jahre nach Inkrafttreten dieser Richtlinie] erstattet die Kommission dem Europäischen Parlament und dem Rat auf der Grundlage öffentlicher Konsultationen und unter Berücksichtigung der Diskussionen mit den zuständigen Behörden Bericht über

   (a) die Angemessenheit einer Fortführung der in Artikel 2(1) Buchstabe i festgelegen Ausnahmeregelung für Unternehmen, deren Haupttätigkeit im Eigenhandel mit Warenderivaten besteht;

   (b) angemessene inhaltliche und formale Anforderungen für die Zulassung und die Beaufsichtigung derartiger Unternehmen als Wertpapierhäuser im Sinne dieser Richtlinie.

   Auf der Grundlage dieses Berichts kann die Kommission damit zusammenhängende Änderungen an dieser Richtlinie vorschlagen.

Artikel 61
Änderung der Richtlinie 85/611/EWG

Artikel 5 Absatz 4 der Richtlinie 85/611/EWG erhält folgende Fassung:

"4. Die Artikel 2 (2), 11, 12, 17 und 18 der Richtlinie 200../.../EG des Europäischen Parlaments und des Rates* [Richtliniennummer vom Amt für amtliche Veröffentlichungen einzufügen] gelten für die Erbringung der in Absatz 3 genannten Dienstleistungen durch Verwaltungsgesellschaften.

* ABl. L (vom Amt für amtliche Veröffentlichungen zu ergänzen)."

Artikel 62
Änderung der Richtlinie 93/6/EG

Artikel 2 Absatz 2 der Richtlinie 93/6/EG erhält folgende Fassung:

"2. Wertpapierfirmen sind alle Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen gemäß der Richtlinie 200./../EG des Europäischen Parlaments und des Rates* [Richtliniennummer vom Amt für amtliche Veröffentlichungen einzufügen] erbringen mit Ausnahme von

(a) Kreditinstituten;

(b) lokalen Firmen;

(c) Firmen, die ausschließlich Aufträge von Anlegern entgegennehmen und weiterleiten, ohne dass sie Geld und/oder Wertpapiere ihrer Kunden halten, und die aufgrund dessen zu keiner Zeit zu Schuldnern dieser Kunden werden können;

(d) Wertpapierfirmen, die ausschließlich für die Anlageberatung zugelassen sind."

*ABl. L [vom Amt für amtliche Veröffentlichungen zu ergänzen]"

Artikel 63
Änderung der Richtlinie 2000/12/EG

Anhang I der Richtlinie 2000/12/EG wird wie folgt geändert:

(a) Der Ziffer 7 in Anhang I wird folgender Buchstabe angefügt:

"(f) Warenderivate".

(b) Es wird die folgende Ziffer angefügt:

"15. Betrieb eines Multilateralen Handelssystems".

Artikel 64
Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG

Die Richtlinie 93/22/EWG wird mit Wirkung von dem in Artikel 6 festgelegten Anwendungsdatum aufgehoben.

Bezugnahmen auf die Richtlinie 93/22/EWG sind als Bezugnahmen auf diese Richtlinie anzusehen.

Artikel 65
Umsetzung

Die Mitgliedstaaten setzen die Rechts- und Verwaltungsvorschriften in Kraft, die erforderlich sind, um dieser Richtlinie spätestens ab dem 30. Juni 2006 [18 Monate nach ihrem Inkrafttreten] nachzukommen. Sie setzen die Kommission unverzüglich davon in Kenntnis

Sie wenden diese Rechtsvorschriften ab dem 1. Juli 2006 an.

Wenn die Mitgliedstaaten diese Vorschriften erlassen, nehmen sie in den Vorschriften selbst oder durch einen Hinweis bei der amtlichen Veröffentlichung auf diese Richtlinie Bezug. Die Mitgliedstaaten regeln die Einzelheiten der Bezugnahme.

Artikel 66
Inkrafttreten

Diese Richtlinie tritt am [...] Tag nach ihrer Veröffentlichung im *Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften* in Kraft

Artikel 67
Adressaten

Diese Richtlinie ist an die Mitgliedstaaten gerichtet.

Geschehen zu Brüssel, [...]

Im Namen des Europäischen Parlaments
Der Präsident

Im Namen des Rates
Der Präsident

[...]

ANHANG I - LISTE DER DIENSTLEISTUNGEN UND FINANZINSTRUMENTE

ABSCHNITT A: WERTPAPIERDIENSTLEISTUNGEN

(1) Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die ein oder mehrere Finanzinstrument(e) zum Gegenstand haben.

(2) Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden.

(3) Handel für eigene Rechnung.

(4) Verwaltung von Portefeuilles auf Einzelkundenbasis mit einem Ermessensspielraum im Rahmen eines Mandats von Seiten der Kunden, sofern diese Portefeuilles ein oder mehrere Finanzinstrument(e) enthalten.

(5) Anlageberatung

(6) (a) Emission und Platzierung von Finanzinstrumenten mit fester Übernahmeverpflichtung;

(b) Platzierung ohne feste Übernahmeverpflichtung oder andere Tätigkeiten, die in Absprache mit dem Emittenten des Instruments mit dem Ziel unternommen werden, den Verkauf oder die Zeichnung öffentlich oder privat angebotener Finanzinstrumente zu fördern.

(7) Betrieb eines multilateralen Handelssystems ("Multilateral Trading Facility"/ MTF).

ABSCHNITT B : NEBENDIENSTLEISTUNGEN

(1) Verwahrung und Verwaltung von Finanzinstrumenten für Rechnung der Kunden, einschließlich der Depotverwahrung und verbundener Dienstleistungen wie Cash-Management oder Sicherheitenverwaltung.

(2) Gewährung von Krediten oder Darlehen an Anleger für die Durchführung von Geschäften mit einem oder mehreren Finanzinstrumenten, sofern das kredit- bzw. darlehensgewährende Unternehmen an diesen Geschäften beteiligt ist.

(3) Beratung von Unternehmen hinsichtlich der Kapitalstrukturierung, der branchenspezifischen Strategie und damit zusammenhängender Fragen sowie Beratung und Dienstleistungen bei Unternehmensfusionen und -aufkäufen.

(4) Devisengeschäfte, wenn diese im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen stehen.

(5) Anlageforschung und Finanzanalyse bzw. sonstige Formen allgemeiner Empfehlungen, die Geschäfte mit Finanzinstrumenten betreffen.

ABSCHNITT C: FINANZINSTRUMENTE

(1) Wertpapiere;

(2) Geldmarktinstrumente;

(3) Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen;

(4) Options- und Terminkontrakte in Bezug auf Wertpapiere, Währungen, Zinssätze oder -renditen, Waren oder andere derivative Instrumente, Indizes oder Messgrößen;

(5) Zins- und Devisenswaps sowie Aktientausch ("equity swaps");

(6) Zinsterminkontrakte und sonstige derivative Geschäfte zwecks Barregulierung, die auf der Grundlage von Wertpapierkursen, Zinssätzen oder -renditen, Devisenkursen, Waren oder anderen Indizes oder Messwerten bestimmt werden;

(7) Differenzgeschäfte oder andere derivative Instrumente für den Transfer von Kreditrisiken.

ANHANG II – PROFESSIONELLE KUNDEN IM SINNE DIESER RICHTLINIE

I. KATEGORIEN VON KUNDEN, DIE ALS PROFESSIONELL ANGESEHEN WERDEN

Folgende Personen und Einrichtungen sollten bei allen Wertpapierdienstleistungen und Instrumenten als professionelle Kunden im Sinne der Richtlinie angesehen werden:

(1) Institute, die zugelassen oder reguliert sein müssen, um auf den Finanzmärkten tätig werden zu können. Die nachfolgende Liste sollte so verstanden werden, dass sie alle zugelassenen Institute umfasst, die die charakteristischen Tätigkeiten der genannten Institute erbringen: von einem Mitgliedstaat im Rahmen einer europäischen Richtlinie zugelassene Institute; Institute, die von einem Mitgliedstaat ohne Bezugnahme auf eine europäische Richtlinie zugelassen oder reguliert werden; Institute, die von einem Drittland zugelassen oder beaufsichtigt werden:

(a) Kreditinstitute

(b) Wertpapierhäuser;

(c) sonstige zugelassene oder regulierte Finanzinstitute;

(d) Versicherungsgesellschaften;

(e) Organismen für gemeinsame Anlagen und ihre Verwaltungsgesellschaften;

(f) Pensionsfonds und ihre Verwaltungsgesellschaften;

(g) Warenhändler.

(2) Großunternehmen und sonstige institutionelle Anleger:

- Großunternehmen und Gesellschaftsverhältnisse, die auf Unternehmensbasis zwei der nachfolgenden Anforderungen erfüllen:
  - Bilanzsumme: 20.000.000 EUR ,
  - Nettoumsatz: 40.000.000 EUR ,
  - Eigenmittel: 2.000.000 EUR .

(b) Andere institutionelle Anleger, deren Geschäftszweck in der Anlage in Finanzinstrumenten besteht.

(3) Nationale und regionale Regierungen, Zentralbanken, internationale und supranationale Einrichtungen wie die Weltbank, der IWF, die EZB, die EIB und andere vergleichbare internationale Organisationen.

Die oben genannten Personen und Institute werden als professionelle Kunden angesehen. Es muss ihnen allerdings möglich sein, eine nichtprofessionelle Behandlung zu beantragen, und Wertpapierhäuser können sich damit einverstanden erklären, ein höheres Schutzniveau zu gewähren. Handelt es sich bei dem Kunden eines Wertpapierhauses um eines der oben genannten Unternehmen oder Gesellschaftsverhältnisse, muss das Wertpapierhaus ihn vor Erbringung jeglicher Dienstleistungen darüber in Kenntnis setzen, dass aufgrund der dem

Wertpapierhaus vorliegenden Informationen der Kunde als ein professioneller Kunde angesehen und entsprechend behandelt wird, es sei denn, das Wertpapierhaus und der Kunde treffen eine andere Vereinbarung.

Das Wertpapierhaus hat den Kunden auch darüber zu informieren, dass er eine Abänderung der vereinbarten Bedingungen beantragen kann, um ein höheres Schutzniveau zu erreichen.

Das höhere Schutzniveau wird dann zugesichert, wenn ein normalerweise als professioneller Kunde angesehener Kunde eine schriftliche Übereinkunft mit dem Wertpapierhaus dahingehend trifft, ihn im Sinne der geltenden Wohlverhaltensregeln nicht als professionellen Kunden zu behandeln. In dieser Übereinkunft sollte geklärt werden, ob dies für eine oder mehrere Dienstleistung(en) oder Geschäfte bzw. für eine oder mehrere Art(en) von Produkten oder Geschäften gilt.

II. KUNDEN, DIE AUF ANTRAG ALS PROFESSIONELLE KUNDEN BEHANDELT WERDEN KÖNNEN

II.1. Identifikationskriterien

Kunden, bei denen es sich nicht um die in Abschnitt I genannten Kunden handelt, einschließlich öffentlicher Körperschaften und individueller privater Anleger, kann es ebenfalls gestattet werden, von den Schutzniveaus abzuweichen, die von den Wohlverhaltensregeln geboten werden.

Den Wertpapierhäusern sollte es folglich gestattet werden, die oben genannten Kunden als professionelle Kunden zu behandeln, sofern die nachfolgend aufgelisteten einschlägigen Kriterien und Verfahren eingehalten werden. Bei diesen Kunden sollte allerdings nicht davon ausgegangen werden, dass sie über die Marktkenntnisse und -erfahrungen verfügen wie die Kategorien von Kunden, die in Abschnitt I genannt werden.

Jede entsprechende Abweichung vom Schutzniveau, das normalerweise von den Standardwohlverhaltensregeln geboten wird, ist nur dann zulässig, wenn das Wertpapierhaus zuvor eine angemessene Bewertung des Sachverstands, der Erfahrungen und der Kenntnisse des Kunden vorgenommen hat und sich in vernünftigem Rahmen darüber vergewissert hat, dass der Kunde angesichts der Wesensart der geplanten Geschäfte oder Dienstleistungen in der Lage ist, seine eigenen Anlageentscheidungen zu treffen und die damit einhergehenden Risiken versteht.

Der Eignungstest, der auf Manager und Führungskräfte von Instituten angewandt wird, die aufgrund europäischer Finanzrechtsrichtlinien zugelassen sind, könnte als ein Beispiel für die Bewertung des Sachverstands und der Kenntnisse angesehen werden.

Im Falle kleiner Institute sollte die Person, die der oben genannten Bewertung unterzogen wird, diejenige sein, die befugt ist, Geschäfte im Namen des Instituts zu tätigen.

Im Zuge der zuvor genannten Bewertung sollten mindestens zwei der folgenden Kriterien erfüllt werden:

- Der Kunde hat in umfangendem Maße auf dem relevanten Markt während der vier vorhergehenden Quartale durchschnittlich 10 Geschäfte pro Quartal getätigt.

- Das Finanzinstrument-Portefeuille des Kunden, das definitionsgemäß Bardepots und Finanzinstrumente umfasst, übersteigt 0,5 Mio. Euro;

(1) Der Kunde ist oder war mindestens ein Jahr lang in einer beruflichen Position im Finanzsektor tätig, die Kenntnisse über die geplanten Geschäfte oder Dienstleistungen voraussetzt.

II.2. Verfahren

Die oben genannten Kunden können nur dann von den Wohlverhaltensregeln abweichen, wenn das folgende Verfahren eingehalten wird:

- Sie müssen dem Wertpapierhaus schriftlich mitteilen, dass sie als professioneller Kunde behandelt werden möchten, und zwar generell oder im Hinblick auf eine bestimmte Wertpapierdienstleistung oder -geschäft bzw. im Hinblick auf eine spezifische Geschäfts- oder Produktkategorie.

- Das Wertpapierhaus muss sie schriftlich klar davor warnen, dass sie ein bestimmtes Schutzniveau und entsprechende Anlegerentschädigungsrechte verlieren.

- Die Kunden müssen sodann schriftlich in einem vom Vertrag gesonderten Dokument bestätigen, dass sie sich der Folgen des Verlustes derartiger Schutzniveaus bewusst sind.

Bevor über die Annahme eines Antrags auf eine Sonderregelung befunden wird, müssen die Wertpapierhäuser angehalten werden, alle vernünftigen Maßnahmen zu ergreifen, um sicherzustellen, dass der Kunde, der als ein professioneller Kunde behandelt werden möchte, alle zuvor in Abschnitt II.1 genannten einschlägigen Kriterien erfüllt.

Wurden Kunden hingegen aufgrund von Parametern und Verfahren, die den oben genannten ähneln, bereits als professionelle Kunden eingestuft, sollte ihr Verhältnis zu den Wertpapierhäusern nicht durch etwaige infolge dieser Regelungen angenommene neue Vorschriften beeinträchtigt werden.

Die Wertpapierhäuser müssen zweckmäßige schriftliche interne Strategien und Verfahren einführen, anhand deren die Kunden kategorisiert werden können.

Die professionellen Kunden sind dafür verantwortlich, das Wertpapierhaus über etwaige Veränderungen zu informieren, die ihre derzeitige Kategorisierung beeinträchtigen könnten. Sollte das Wertpapierhaus zu der Erkenntnis gelangen, dass der Kunde die Anfangsbedingungen nicht mehr erfüllt, die ihn für eine Behandlung als professioneller Kunde in Frage kommen ließen, so muss das Wertpapierhaus entsprechende Schritte in die Wege leiten.

FINANZBOGEN				[...]	
				DATUM:	
1.	HAUSHALTSLINIE: -			MITTELANSATZ: [...]	
2.	TITEL: -				
3.	RECHTSGRUNDLAGE: -				
4.	ZIELE: -				
5.	FINANZIELLE AUSWIRKUNGEN	12-MONATS-ZEITRAUM (in Mio. EUR)	LAUFENDES HAUSHALTS-JAHR [n] (in Mio. EUR)	FOLGENDES HAUSHALTS-JAHR [n+1] (in Mio. EUR)	
5.0	AUSGABEN - ZU LASTEN DES GEMEINSCHAFTSHAUSHALTS (ERSTATTUNGEN/INTERVENTIONEN) - NATIONALER HAUSHALTE - ANDERER	-	-	-	
5.1	EINNAHMEN - EIGENMITTEL DER EG (ABSCHÖPFUNGEN/ZÖLLE) - IM NATIONALEN BEREICH	-	-	-	
		[n+2]	[n+3]	[n+4]	[n+5]
5.0.1	VORAUSSICHTLICHE AUSGABEN	-	-	-	-
5.1.1	VORAUSSICHTLICHE EINNAHMEN	-	-	-	-
5.2	BERECHNUNGSWEISE: -				
6.0	FINANZIERUNG IM LAUFENDEN HAUSHALTSJAHR IST MÖGLICH DURCH IM BETREFFENDEN KAPITEL VERANSCHLAGTE MITTEL				JA NEIN
6.1	FINANZIERUNG IM LAUFENDEN HAUSHALTSJAHR IST MÖGLICH DURCH ÜBERTRAGUNG VON KAPITEL ZU KAPITEL				JA NEIN
6.2	NOTWENDIGKEIT EINES NACHTRAGSHAUSHALTS				JA NEIN
6.3	WERDEN IN DIE KÜNFTIGEN HAUSHALTE MITTEL EINZUSETZEN SEIN				JA NEIN
ANMERKUNGEN: [...]					

FOLGENABSCHÄTZUNGSBOGEN

AUSWIRKUNGEN DES VORGESCHLAGENEN RECHTSAKTS AUF DIE UNTERNEHMEN UNTER BESONDERER BERÜCKSICHTIGUNG DER KLEINEN UND MITTLEREN UNTERNEHMEN (KMU)

BEZEICHNUNG DES VORGESCHLAGENEN RECHTAKTS:

Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte und zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG) des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates

DOKUMENTENNUMMER

DER VORGESCHLAGENE RECHTSAKT

1. Warum ist ein Rechtsakt der Gemeinschaft unter Berücksichtigung des Subsidiaritätsprinzips in diesem Bereich notwendig und welche Ziele werden in erster Linie verfolgt?

Ein Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen fördert die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Wirtschaft, senkt Kapitalkosten und wirkt zum Vorteil der Anleger wie der Unternehmen. Die bestehende Wertpapierdienstleistungsrichtlinie bietet keinen geeigneten Rechtsrahmen für einen integrierten Finanzmarkt.

Ein integrierter Finanzmarkt muss sich auf harmonisierte Grundsätze und Vorschriften stützen, die auf die Sicherstellung eines leistungsfähigen Anlegerschutzes und die Förderung eines effizienten und ordnungsgemäß funktionierenden Marktes abzielen.

Als Folge der harmonisierten Vorschriften werden sämtliche Mitgliedstaaten die Herkunftslandregel anerkennen, so dass die Märkte und Wertpapierhäuser ihre Dienstleistungen im gesamten Binnenmarkt auf der Grundlage einer Zulassung und Überwachung durch die Aufsichtsbehörden ihres Herkunftslands erbringen können.

Diese Maßnahme kommt der bei den Tagungen des Europäischen Rats in Lissabon, Stockholm und Barcelona aufgestellten Forderung nach, einen integrierten Finanzmarkt herbeizuführen und dabei in erster Linie die im Aktionsplan für Finanzdienstleistungen und im Bericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte vorgesehenen Rechtsvorschriften für den Wertpapiermarkt einzubringen.

Die Richtlinie beschränkt sich auf das zur Erreichung dieses Ziels erforderliche Mindestmaß.

AUSWIRKUNGEN AUF DIE UNTERNEHMEN

2. Wer wird durch den vorgeschlagenen Rechtsakt betroffen sein?

- Welche Wirtschaftszweige? Der Richtlinienvorschlag betrifft alle Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen im Sinne der Richtlinie erbringen, und alle, die einen geregelten Markt betreiben.

- Welche Unternehmensgrößen? Der Richtlinienvorschlag betrifft sämtliche Wertpapierhäuser und geregelten Märkte, ungeachtet ihrer Größe. Er berücksichtigt die Tatsache, dass bestimmte Dienstleistungen in erster Linie von kleinen Unternehmen erbracht werden – wie z.B. Anlageberatung, soweit sie die einzige Unternehmenstätigkeit darstellt.

- Befinden sich diese Unternehmen in bestimmten geografischen Gebieten? Nein. Der Handel mit bestimmten Produkten kann sich allerdings auf gewisse geografische Gebiete beschränken.

3. Was werden die Unternehmen zu tun haben, um dem Rechtsakt nachzukommen?

Wertpapierhäuser: Wertpapierhäuser werden erweiterte Wohlverhaltensregeln einhalten müssen. Ihre Verwaltungs- und Kontrollstrukturen sowie ihre Verfahren zur Gewährleistung der Einhaltung von Bestimmungen sind möglicherweise anzupassen, damit sichergestellt wird, dass der Anlegerschutz entsprechend gewahrt bleibt.

Insbesondere Unternehmen, die solche Dienstleistungen in einem Kontext erbringen, in dem Interessenkonflikte entstehen können, werden Vorkehrungen treffen müssen, mit Hilfe derer solche Risiken erkannt und begrenzt werden können.

Für den Aktienhandel im Namen von Kunden wird im Richtlinienvorschlag verlangt, dass die betroffenen Unternehmen angemessene und wirksame Verfahren einführen, die die bestmögliche Ausführung (*best execution*) dieser Aufträge gewährleisten. Sie enthält außerdem Vorschriften für die Bearbeitung solcher Kundenaufträge und insbesondere für die Abwicklung von Limitaufträgen.

Wertpapierhäuser, die Aktienaufträge intern abwickeln oder mit zulässigen Gegenparteien außerhalb der geordneten Systeme von geregelten Märkten oder multilateralen Handelssystemen (*MTF*) handeln, werden Systeme einrichten müssen, mit deren Hilfe sie Einzelheiten zu den in dieser Weise getätigten Abschlüssen *ex-post* veröffentlichen können.

Wertpapierhäuser, die multilaterale Handelssysteme betreiben, werden bestimmte Vorschriften für den Betrieb dieser Systeme einhalten müssen. Die Vorschriften betreffen u.a. Aspekte des Handelsablaufs, *ex-ante*– und *ex-post*–Transparenzverpflichtungen, den Zugang zu Informationen usw.

Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen im Sinne des Richtlinienvorschlags erbringen, werden auch die in der Kapitaladäquanzrichtlinie (*CAD*) festgelegten Eigenkapitalanforderungen erfüllen müssen. Dies könnte sich auf Unternehmen auswirken, die auf Dienstleistungen spezialisiert sind, die in der bisherigen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie nicht enthalten, im vorliegenden Richtlinienvorschlag aber erfasst sind (wie Anlageberatung), oder auf die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen mit Finanzinstrumenten, die bisher nicht in Betracht gezogen wurden (wie Warenderivate).

Geregelte Märkte Durch konkrete Bestimmungen soll die Richtlinie für größere Transparenz sorgen und die in der derzeitigen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie

(Art. 21) festgelegten Pflichten ausweiten. Darüber hinaus soll die Richtlinie eine Reihe allgemeiner, auf nationaler, europäischer (AEWRB) und internationaler Ebene (IOSCO) erarbeiteter Grundsätze kodifizieren.

Diesen Grundsätzen zufolge müssen die geregelten Märkte klare Regeln für den Ablauf des Handels, den Zugang zum Markt, die Instrumente, die zum Handel zugelassen werden können, usw. festlegen, die Einhaltung dieser Regeln überwachen und einen fairen Handel auf dem Markt gewährleisten, das reibungslose Funktionieren ihrer Systeme garantieren und jedes Risiko, das aus einem Interessenkonflikt resultieren könnte, vermeiden.

Darüber hinaus werden für geregelte Märkte Transparenzvorschriften festgelegt[24], wonach sie ihre Auftragslage (vorbörslich) bis zu einem gewissen Grad offenlegen müssen. Auch müssen sie die Einzelheiten der nach ihren Regeln und Systemen geschlossenen Geschäfte bekannt geben.

Dem Vorschlag zufolge soll der Marktbetreiber ferner dazu verpflichtet werden, den geregelten Markt mit den für ein reibungsloses und ordnungsgemäßes Funktionieren erforderlichen Mitteln auszustatten.

4. Welche wirtschaftlichen Folgen wird der vorgeschlagene Rechtsakt voraussichtlich haben?

Auf die Wirtschaft insgesamt Wettbewerbsfähige und flexible marktgestützte Finanzierungsmöglichkeiten können einen substanziellen Beitrag zu Wachstum und Beschäftigung in der Europäischen Union leisten. Die Integration der europäischen Finanzmärkte wird die Handelskosten und die Kosten der Eigenkapital-/Unternehmensanleihefinanzierung erheblich senken. Durch die Zusammenführung der in Europa vorhandenen Liquidität wird die Tiefe der Handelsinteressen maximiert, die Volatilität bei bestimmten Aktienwerten verringert und werden bei Großgeschäften nachteilige Auswirkungen auf die Kurse begrenzt.

Geringere Kapitalkosten und wachsende Anlagerenditen dürften den Wohlstand in der Europäischen Union insgesamt erhöhen. Dies bedeutet auch eine höhere Investitionsrate und dadurch bedingt mehr Beschäftigung.

Die Ergebnisse der von der Europäischen Kommission in Auftrag gegebenen Studie "Quantifizierung der makroökonomischen Auswirkungen der Integration der EU-Finanzmärkte"[25] zeigen, dass die Integration der europäischen Finanzmärkte eine Erhöhung des BIP der Union um 1,1 % und einen Anstieg der Beschäftigung um 0,5 % bewirken könnte.[26]

Auf die Branche Die vorgeschlagene Richtlinie wird mit ihren auf Markteffizienz und Anlegerschutz gerichteten Bestimmungen das Vertrauen der Anleger in faire Marktbedingungen stärken. Dies könnte auch die Sparquote in Europa in die Höhe schnellen lassen.

---

24 die den Vorschriften für MTF entsprechen.

25 "Quantification of the Macro-economic impact of Integration of EU Financial Markets", durchgeführt von London Economics in Zusammenarbeit mit PriceWaterhouseCoopers und Oxford Economic Forecasting.

26 Statische Auswirkungen.

Darüber hinaus erhöht sie die Wettbewerbsfähigkeit der Finanzbranche insgesamt, schafft Rahmenbedingungen, die an die künftige Entwicklung der Finanzmärkte angepasst werden können, fördert Innovation und trägt gleichzeitig den zu schützenden Interessen Rechnung.

Diese Offenheit wird die europäische Finanzbranche stärken und eine bessere Anpassung an die Bedürfnisse ihrer Kunden ermöglichen.

Wettbewerbsfähigkeit, Innovation und Entwicklung werden nicht nur zu mehr Beschäftigung im Finanzsektor führen, sondern auch stärker anlegerorientierte Strategien ermöglichen. Diese werden risikogerechtere Finanzprodukte erhalten können, was die Erträge ihrer Ersparnisse mittel- und langfristig erhöhen dürfte.

5. Enthält der vorgeschlagene Rechtsakt Bestimmungen, die der besonderen Lage kleiner und mittlerer Unternehmen Rechnung tragen?

In den Fällen, in denen die Kommission im Rahmen der nachstehend dargelegten Anhörung festgestellt hat, dass sich bestimmte Vorschläge negativ auf einige der in den Geltungsbereich der Richtlinie fallenden Wertpapierdienstleistungen und Tätigkeiten auswirken könnten, hat sie diese Maßnahmen überprüft, um den geäußerten Bedenken angemessen Rechnung zu tragen.

Ein solcher Bereich ist die "Anlageberatung". Tatsache ist, dass die gewerbliche Anlageberatung in einigen europäischen Ländern in erster Linie von kleinen Unternehmen erbracht wird. Würden diese unterschiedslos den Anlegerschutzvorschriften unterworfen, so würde dies für sie eine übermäßige Belastung darstellen.

Aus diesem Grund enthält der Vorschlag einige Bestimmungen, die speziell auf Berater zugeschnitten sind, die ihrer Tätigkeit nur auf nationaler Ebene nachgehen. Demnach sollen sie insbesondere von den Eigenkapitalvorschriften der Kapitaladäquanzrichtlinie freigestellt werden, die Wohlverhaltensregeln aber anwenden müssen.

ANHÖRUNG

Die vom Ausschuss der Weisen unter Leitung von Alexandre Lamfalussy ausgesprochenen, vom Europäischen Rat im März 2001 in Stockholm befürworteten Empfehlungen haben erheblich zur Ausgestaltung dieses Vorschlags beigetragen.

Im November 2000 veröffentlichte die Kommission ein Grünbuch, in dem sie eine Reihe von Themen beleuchte, die mit der Funktionsweise der Wertpapierdienslteistungsrichtlinie in Zusammenhang stehen.[27] Aus den 68 Antworten auf dieses Grünbuch schloss die Kommission, dass eine umfassende Überarbeitung der Richtlinie erforderlich ist.

Seit Veröffentlichung des Grünbuchs haben sich die Kommissionsdienststellen noch zwei Mal an die interessierten Kreise gewandt und diese aufgefordert, sich informell an den Überlegungen zu Umfang und Form der Überarbeitung der Richtlinie zu beteiligen. Ein erstes Konsultationspapier, in dem die Kommission ausführlich die möglichen Änderungen der

---

27 KOM(729) 2000, Aktualisierung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie.

Richtlinie darlegte, wurde im Juli 2001 veröffentlicht. Diese ersten Richtungsvorgaben wurden am 18. und 19. September 2001 in einer offenen Anhörung in Brüssel mit 150 Teilnehmern aus interessierten Kreisen diskutiert. Im Rahmen dieses Konsultationsverfahrens erhielt die Kommission 77 Beiträge.

Unter Berücksichtigung dieser Beiträge veröffentlichte die Kommission im März 2002 eine Reihe grundlegend überarbeiteter Vorschläge für eine Aktualisierung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie. Auch diese wurden bei einem öffentlichen Forum (22. April 2002) mit mehr als 200 Teilnehmern einer schonungslosen Prüfung unterzogen.

Der nun vorliegende Vorschlag wurde nach sorgfältiger Prüfung der in der zweiten Konsultationsrunde eingegangenen 110 Beiträge erstellt.

---

[i] Insbesondere die Veröffentlichung von Einzelheiten zu an der Börse geschlossenen Geschäften.

[ii] Sowohl Zeitreihenanalysen als auch internationale Vergleiche bestätigen, dass effiziente Finanzmärkte einen wichtigen Beitrag zur Schaffung von Wohlstand leisten können. Levine & Ross et al.

[iii] Schleiffer, Vishny et al. (2000), Black (2000).

[iv] Untersuchung des Instituts *London Economics* vom Jahr 2002: Quantifizierung der makroökonomischen Auswirkungen der Integration der EU-Finanzmärkte.

[v] Mitgliedstaaten, in denen zum Beispiel die außerbörsliche Ausführung von Kundenaufträgen erlaubt war, waren gezwungen, leistungsfähigere Maßnahmen zur Gewährleistung der bestmöglichen Ausführung (*best execution*) zu entwickeln, was in Mitgliedstaaten, die eine Konzentration der Kleinanlegeraufträge auf einen geregelten Markt vorschreiben, praktisch nicht nötig war.

[vi] KOM(729) 2000 endg.: "Aktualisierung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie".

[vii] Mit dieser Tätigkeit übernahmen Händler mit großem Volumen für Marktteilnehmer die Funktion einer alternativen „Liquiditätsquelle". Ihre Bezeichnung als *Marketmaker* macht deutlich, in welchem Maße diese Händler an die Stelle des Börsenhandels treten konnten. Die Unterscheidung zwischen Marktplatz und Intermediär war daher keinesfalls klar und eindeutig.

[viii] Der Begriff "alternatives Handelssystem" (*alternative trading system/ATS*) gehört inzwischen zum allgemein Sprachgebrauch und dient als Auffangbecken für eine Vielzahl verschiedener, neuer Handelssysteme, denen gemeinsam ist, dass sie keine Börsenzulassung besitzen. Anlässlich der Konsultation hat die Kommission verschiedene Anmerkungen erhalten, denen zufolge diese Terminologie für einen Rechtstext nicht geeignet ist und die besondere Funktionalität der Einrichtungen, die für die neue Hauptdienstleistung zugelassen werden sollen, nicht wiedergibt. Dementsprechend wurde der Begriff "alternativ" durch "multilateral" ersetzt.

[ix] J.P. Morgan (2002).

[x] Die effektive Geld-Brief-Spanne ist die Differenz zwischen dem mittleren Ankaufskurs und dem mittleren Verkaufskurs, mit denen die Anleger Geschäfte getätigt haben. Die effektive Geld-Brief-Spanne kann wie folgt definiert werden: $EPS = 2 * | P - M | / P$. Dabei ist P der tatsächlich gezahlte Kurs und M der gemittelte Kurs bzw. $(Ask + Bid) / 2$. Sie stellt einen aussagekräftigeren Kennwert für die Geld-Brief-Spannen dar, die jeweils an den verschiedenen Märkten vorherrschen, denn sie berücksichtigt den Unterschied zwischen den mittleren Ankaufs- und Verkaufskursen eines Anteils zu einem bestimmten Zeitpunkt, was die nominale Geld-Brief-Spanne nicht leistet. Letztere gibt nur die Spanne zwischen dem besten Geld-/Briefkurs an oberster Stelle des Orderbuches wieder, die zudem nur den Händlern zugänglich ist, die diese Geschäfte getätigt haben. Die dargestellte effektive Geld-Brief-Spanne entspricht dem mittleren Spannen-Tageswert, der für ca. 13 000 Wertpapiere über einen Zeitraum von 24 Monaten festgehalten wurde.

[xi] Quelle: Internationaler Börsenverband (*Fédération internationale des Bourses de Valeurs/FIBV*) und Verband der Wertpapierbörsen in der EU (*Federation of European Stock Exchanges/FESE*) (2002).

[xii] Es besteht eine negative Korrelation zwischen Umsatz (-0,11) und Marktkapitalisierung (-0,543) und den Handelskosten. Quelle: Domowitz, Glen und Madhavan – *"Liquidity, Volatility and Equity Trading Costs across countries and over time"* (Entwicklung der Liquidität, Volatilität und Aktienhandelskosten in verschiedenen Ländern) – Januar 2000.

[xiii] OTC-Geschäfte, "upstairs trading"-Geschäfte, große, an der Börse oder außerbörslich ausgeführte Blockhandelsgeschäfte.

[xiv] Sie betreiben Blockhandelsgeschäfte an der Börse bzw. setzen Spezialisten für die Liquiditätsbeschaffung ein.

[xv] Auf flüssigen Märkten können Geschäfte getätigt werden, ohne dass dadurch starke, den Händlerinteressen entgegen stehende Kursschwankungen verursacht werden. In Märkten mit effizienter Kursbildung spiegeln die Kursnotierungen sämtliche aktuellen, relevanten Informationen zum "Realwert" eines Instruments wider.

[xvi] Untersuchung des Instituts *London Economics* vom Jahr 2002: In der Studie werden die Opportunitätskosten aufgezeigt, die durch die Aufsplitterung der derzeitigen Liquiditätsniveaus auf führende europäische Börsen entstehen.

[xvii] *IOSCO* (2001): Bericht des Technischen Ausschusses zur "Transparenz und Fragmentierung des Marktes" (S. 3).

[xviii] Ebd., S. 13.

[xix] Bei bilateralem Handel oder interner Auftragsausführung laufen nicht die gleichen Handelsprozesse ab wie beim Börsenhandel oder bei multilateralen Handelssystemen (MTF). Der Handel konzentriert sich auf die Erstellung von bestimmten Kursnotierungen für den gegenseitigen Gebrauch. Um das eigene Kapital vor dem Positionsrisiko schützen zu können, muss der Händler das Recht besitzen, Informationen geheim zu halten. Das regelmäßige/ständige Einnehmen von Positionen durch Händler und Broker-Dealer (gegen ihr eigenes Kapital) versorgt den Markt mit zusätzlicher Liquidität und kann so dazu beitragen, Kursschwankungen auszugleichen und stets eine Gegenpartei für den Handel mit Anlegern zu stellen. Dies ist beim Börsenhandel oder bei multilateralen Handelssystemen (MTF) nicht der Fall, denn hier steht kein Kapital des Markt- bzw. Systembetreibers auf dem Spiel und das System wird von den Marktteilnehmern/Systembenutzern freiwillig und absichtlich zur Darstellung ihrer jeweiligen Handelsbedingungen eingesetzt.

[xx] Die Beobachtung der europäischen Märkte, an denen Kleinanlegeraufträge außerbörslich abgewickelt werden dürfen, zeigt, dass die Sorge um die Beeinträchtigung der Kursbildung übertrieben ist. Die Geld-/Briefkurse des elektronischen Auftragsbuches der Londoner Börse (*LSE/SETS*) haben sich in den letzten Jahren angenähert, obwohl die Anlegeraufträge in großem Umfang außerbörslich abgewickelt wurden (wegen der Verpflichtung zur nachbörslichen Meldung). Es gibt keine erkennbaren Anzeichen dafür, dass die tatsächlichen und notierten Kurse jener Mitgliedstaaten, die die außerbörsliche Auftragsausführung reglementieren, und jener, die hier Liberalität walten lassen, auf verschiedene Weise auseinander streben. In einigen Mitgliedstaaten, in denen eine Konzentrationsregel vorgeschrieben ist, klaffen die Kauf-/Verkaufskurse ebenso weit oder weiter auseinander als in anderen Mitgliedstaaten, die keine solche Regel vorschreiben.

[xxi] *Euronext* (2002): Internalisierung. "Große Finanzkonglomerate, die bereits die verschiedensten Tätigkeiten wahrnehmen, suchen nach weiteren Funktionen, mit denen sie ihren Tätigkeitsbereich noch ausdehnen können. Nachdem sie bereits als Makler, *Marketmaker*, Analysten und Portfoliomanager tätig sind, versuchen sie sich nun als Börsen." (S. 12). Siehe auch A. Murray (2002): *Key issues facing European securities exchanges* (Grundlegende Fragen für die europäischen Wertpapierbörsen). ("die wachsenden Möglichkeiten für die Banken, quasi als Börsen zu fungieren :.." (S. 17).

[xxii] [In seinen Untersuchungen prognostiziert das Institut *London Economics*, dass die negativen Kursauswirkungen der Geld-Brief-Spannen bei der Zusammenlegung der europäischen Aktien- und Industrieanleihen-Märkte zurückgehen werden. Es geht davon aus, dass dies zu nicht zu vernachlässigenden Kostensenkungen auf dem Aktien- und Industrieanleihe-Markt führen wird].

[xxiii] Mit den vorgeschlagenen Transparenzvorschriften wird versucht, die Bedingungen zu schaffen, unter denen die Händler und Intermediäre die Handelssysteme ausfindig machen können, die das beste Umfeld für die Ausführung eines Handels mit einem bestimmten Aktieninstrument bieten und die Liquidität infolge der Kursdifferenzen verlagern. Damit können Aufträge auf dem Marktplatz abgewickelt werden, der dem Endanleger eine Kursverbesserung oder das beste Ergebnis bietet. Außerdem kann sich das Marktsystem auf einen Kurs hin entwickeln, der dem gesamten Spektrum kursrelevanter, auf dem globalen Markt existierender Informationen Rechnung trägt.

[xxiv] Der Wettbewerb von seiten der SEAQ hat viele kontinentale Börsen gezwungen, ihre Handelsmethoden und -systeme in den frühen 90er Jahren zu revolutionieren. Außerdem bestand 1996 Wettbewerbsdruck von seiten der von der von der LSE geführten TradePoint, einen SETS -Order-Buchhandel einzuführen.

[xxv] In dem Maße, in dem MTF nicht mit regulierenden/ selbstregulierenden Zuständigkeiten für die Prüfung der "Qualität" der über das System gehandelten Instrumente ausgestattet sind, müssen ATS nicht den Verpflichtungen nach Art eines "geregelten Marktes" für die Zulassung von Instrumenten zum Handel unterworfen sein.

[xxvi] EZB-Bericht über europäische Aktienmärkte, August 2001.

[xxvii] Bei einigen der wichtigsten Besonderheiten "geregelter Märkte" im Vergleich zu reinen Handelssystemen handelt es sich um Folgende: geregelte Märkte haben eine wichtige Rolle bei der Prüfung der Qualität von Instrumenten gespielt, die zum Handel/ zur öffentlichen Notierung zugelassen wurden. Die weiterhin von den geregelten Märkten wahrgenommene Rolle bei der Überprüfung der Konformität der Wertpapiere/ Instrumente mit den Regeln für die Konstituierung/ Emission verleiht den öffentlich gehandelten Instrumenten ein "Gütezeichen für Qualität". Lediglich Marktplätze, die zur Übernahme dieser Verpflichtungen bereit sind, sollten die Möglichkeit haben, als ein "geregelter Markt" zugelassen zu werden geregelte Märkte haben eine andere Organisationsform: Sie waren sehr autonom und haben eine selbstregulierende Rolle bei der Überprüfung von Mitgliedern und der Überwachung von Tätigkeiten auf dem Markt gespielt. geregelte Märkte sind auch mit spezifischen Handelsmerkmalen behaftet: sie garantieren den effizienten Abschluss bzw. die effiziente Abrechnung von auf den Märkten ausgeführten Geschäften; diese Funktion kann allerdings auch von reinen Handelssystemen wahrgenommen werden.

[xxviii] Es ist schon zu Zwischenfällen gekommen, die den hohen Grad der Verknüpfung der EU-Aktienmärkte verdeutlichen. So führte zu Beginn dieses Jahres ein Handelsfehler im "DBAG stoxx index" zu einer unmittelbaren und bedeutenden Unterbrechung des Handels gleicher Indizes auf anderen EU-Märkten - allerdings auch für den Handel mit substituierenden Aktienindizes.

[xxix] Im VK fallen rund 29 Institute in den Anwendungsbereich der MTF-Definition. In DE bestehen ebenfalls eine Reihe dieser Systeme, und auch IT, BE, IRL, FR haben MTF Zulassungen erteilt. Diese Systeme arbeiten mit einer Reihe von Vermögenswertkategorien, insbesondere aber Anleihen und Devisenswaps, aber auch Aktien. Die Erfahrungen im VK lassen darauf schließen, dass einer ersten Phase der Entwicklung auf dem Markt eine bestimmte Konsolidierungsphase folgt (zumindest bei den Anleihesystemen).

[xxx] In einer Reihe von Antworten wurde eine neue Zulassungsregelung für MTF gefordert. Dabei wird argumentiert, dass sich die Tätigkeiten eines MTF für eine Kombination einer Zulassung eignen, um die "Entgegennahme und Übermittlung" sowie die "Ausführung" von Kundenorder vornehmen zu können. Die Kommission stimmt dieser Analyse nicht zu. Die fundamentale Neuerung durch die ATS besteht in der Tatsache, dass sie einen Nichtbörsen-Handelsplatz darstellen, auf den die Nutzer/ Kunden zwecks Handel in ihrem eigenen Ermessen und für eigene Rechnung zurückgreifen können. Diese Funktionalitätsform bedeutet, dass MTF viele Merkmale der Börsen/ Marktplätze besitzen und die gleichen aufsichtlichen Probleme aufwerfen.

[xxxi] In den revidierten Leitlinien, die als Grundlage für die offene Konsultation im März 2002 veröffentlicht wurden, war eine Unterscheidung zwischen Instituten vorgesehen, die systematisch Kundenorder internalisieren, und jenen, die dies gelegentlich tun. Als Trennlinie wurde ein quantitativer Schwellenwert vorgeschlagen (10% des Kundenauftragsflusses, der in den letzten vier Quartalen internalisiert wurde). Diese Unterscheidung wurde aus zwei Gründen heftig kritisiert: 1. Die Grundüberlegung für die Unterscheidung ist unklar. Die Internalisierung beinhaltet einen Interessenkonflikt zwischen den Interessen der Kunden und denen der Broker-Dealer, und zwar unabhängig vom Umfang der Internalisierung. 2. Der vorgeschlagene Schwellenwert wurde für

unbrauchbar gehalten; auch sollte er angeblich zu unterschiedlichen Auswirkungen auf den Markt in Bezug auf große/ kleine nationale Märkte führen. In Anbetracht dieser beweiskräftigen Kritiken hat die Kommission auf die Unterscheidung verzichtet und versucht, einen allgemeinen Regulierungsrahmen zu schaffen, innerhalb dessen die Interessenkonflikte bewältigt werden können, die sich aus den Internalisierungs-Tätigkeiten ergeben.

[xxxii] Marktstrukturen, in denen die Kunden-Broker-Funktion und der Handel gegen Kundenorder organisatorisch getrennt sind oder von verschiedenen Instituten wahrgenommen werden, führen nicht zu dem besagten Basiskonflikt. Die britische "Retail Service Provider"-Regelung, bei der ein Retail-Broker die Kundenorder an ein anderes Institut zwecks Ausführung gegen eine Eigenhandelspositionen des Letzteren weiterleitet, würden nicht als "Internalisierung" im Sinne dieses Vorschlags verstanden werden.

[xxxiii] Die Überlegungen zu diesem Abschnitt wurden ausführlicher in einem entsprechenden Arbeitspapier der Kommissionsdienststellen dargelegt, um den vielfältigen Facetten dieser Debatte Rechnung zu tragen.

[xxxiv] Die LSE stellt 2 Pence für die Meldung jedes außerbörslichen Abschlusses in Rechnung, der von ihren Mitgliedern gemeldet wird.

[xxxv] M. Auguy und D. Davydoff, Das europäische Marktmodell, 24. Juli 2002.

[xxxvi] *NASD*-Regelung 4710: Verfahren und Vorgehensweisen für das Kleinaufträge-Ausführungssystem (*small oder execution system/SOES*). Siehe *NASD*-Handbuch Seiten 2303-2308 und NASD-Mitteilung an die Mitglieder Nr. 97-90 zu Änderungen der *SOES*-Stufeneinteilung, Dez. 97)

[xxxvii] Die Behörden des Aufnahmemitgliedstaats werden über die bestehenden Meldesysteme über die Tätigkeit von Unternehmen aus Partnerländern in ihrem Hoheitsgebiet in Kenntnis gesetzt, haben die Möglichkeit, die Herkunftslandbehörde zum Eingreifen aufzufordern oder können als Vorsichtsmaßnahme selbst eingreifen, sollten die Umstände dies erfordern.

[xxxviii] Unternehmen, die im Rahmen dieser Bestimmung von der zuständigen Behörde eines Mitgliedstaats als "in Frage kommende Gegenparteien" anerkannt sind, können als solche mit Wertpapierhäusern aus der gesamten EU handeln. Doch können Wertpapierhäuser in diesem Mitgliedstaat nicht zwangsläufig davon ausgehen, dass ähnliche Unternehmen in anderen Mitgliedstaaten ebenfalls als "in Frage kommende Gegenparteien" anerkannt sind.