

**14.03.03****Beschluss**  
**des Bundesrates**

---

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

Der Bundesrat hat in seiner 786. Sitzung am 14. März 2003 gemäß §§ 3 und 5 EUZBLG die folgende Stellungnahme beschlossen:

1. Der Bundesrat begrüßt die Bemühungen der Kommission, einen wirksameren Rahmen für den grenzüberschreitenden Wertpapierhandel in der Europäischen Union und Regelungen zu schaffen, auf deren Grundlage Handelsstrukturen in Wettbewerb treten können. Positiv ist zu bewerten, dass die Kommission gegenüber der Richtlinie 93/22/EWG ein umfassendes Regulierungsregime für regulierte Märkte vorgesehen und sich dem zentralen rechtspolitischen Problem gewidmet hat, wie die EU angemessen auf Fragmentierungen der Wertpapiermärkte in börsliche und außerbörsliche Systeme einschließlich der so genannten Internalisierungssysteme reagieren soll.

Der Bundesrat bittet die Bundesregierung jedoch, im weiteren Verlauf des Rechtsetzungsverfahrens in den Gremien der EU auf folgende Änderungen hinzuwirken:

Zu Artikel 3 Abs. 1 Nr. 1

2. Nach Artikel 3 Abs. 1 Nr. 1 sind Wertpapierhäuser nur juristische Personen. Demgegenüber ergibt sich aus den Erwägungsgründen zum Richtlinien-vorschlag (Nr. 15) und aus Artikel 3 Abs. 1 Nr. 17, dass auch eine natürliche Person ein Wertpapierhaus sein kann. Die Definition in Artikel 3 Abs. 1 Nr. 1 muss deshalb entsprechend angepasst werden.

Zu Artikel 18 ff.

3. Die nach Artikel 18 ff. des Richtlinien-vorschlags vorgesehene pauschale Vollharmonisierung der Verhaltens- und Organisationspflichten für sämtliche Wertpapierfirmen ist nicht sachgerecht. Die Regelungen verursachen generell hohe Kosten für Wertpapierfirmen; ob sie zusätzlichen Anlegerschutz bewirken, bleibt dagegen offen. Insbesondere bedarf die vorgeschriebene umfangreiche Dokumentation der detaillierten Standards und einer Differenzierung zwischen dem Schutzbedürfnis von professionellen und privaten Kunden. Der Bundesrat ist der Auffassung, dass auf eine Maximalharmonisierung verzichtet und unter Erweiterung des Artikels 11 der Richtlinie 93/22/EWG Regelungen getroffen werden sollten, die es den Mitgliedstaaten erlauben, den Marktstrukturen angepasste Anforderungen vorzusehen.

Zu Artikel 19

4. Die in Artikel 19 des Richtlinien-vorschlags vorgesehene Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen (Best Execution) wird im Grundsatz begrüßt. Der Bundesrat hält allerdings eine bestmögliche Ausführung für jede einzelne Kundenorder nach vorab definierten Parametern angesichts der gleichzeitigen Pflicht zur schnellen Ausführung für nicht praktikabel. Dies gilt insbesondere deswegen, weil der Vorschlag eine Gewichtung der Kriterien, nach denen eine Best Execution zugesichert werden soll, vermissen lässt. Der Bundesrat weist darauf hin, dass sich die Regelung in der vorgeschlagenen Form insbesondere für kleinere Wertpapierfirmen, die sich gegebenenfalls erst Zugang zu den Märkten verschaffen müssten, als problematisch erweisen könnte. Der Schwerpunkt einer Best-Execution-Verpflichtung sollte darin liegen, geeignete Möglichkeiten zur Nachvollziehbarkeit und Dokumentation der Orderausführung bereitzustellen und auf Prozesse hinzuwirken, die

eine hohe Ausführungsqualität sicherstellen. Der Bundesrat ist der Auffassung, dass die Bündelung von Liquidität auf zentralen Marktplätzen geeignet ist, die Markteffizienz und die Ausführungsqualität nachhaltig zu fördern. Die Orderausführung an einem regulierten Markt wird daher die Best-Execution-Anforderungen regelmäßig erfüllen. Eine Ausnahme zur Verpflichtung zur Best Execution sollte allerdings bei Investmentfondsanteilen vorgesehen werden, die von der Gesellschaft zum festgelegten Anteilswert erworben werden können. Das in Artikel 19 Abs. 4 vorgesehene Komitologieverfahren geht nach Auffassung des Bundesrates zu weit; wesentliche Regelungselemente sollten demgegenüber angesichts der Bedeutung der Vorschrift in der Richtlinie selbst vorgegeben werden.

#### Zu Artikel 20 Abs. 3

5. Der Bundesrat begrüßt, dass die Wertpapierhäuser nach Artikel 20 Abs. 3 des Richtlinienvorschlags verpflichtet werden sollen, die vorherige Zustimmung der Kunden zu erwirken, bevor sie die Kundenaufträge außerhalb der Regeln und Systeme ausführen, die von einem geregelten Markt betrieben werden. Er lehnt jedoch eine Gleichstellung der multilateralen Handelssysteme (MTF) mit den staatlicher Aufsicht unterstehenden Märkten (Börsen) ab und bittet die Bundesregierung nachdrücklich darauf hinzuwirken, dass jede Ausführung von Kundenaufträgen außerhalb einer staatlicher Aufsicht unterstehenden Marktes (Börse), also auch die Ausführung in einem MTF, von der Zustimmung des Kunden abhängig gemacht wird. Eine Gleichstellung verbietet sich angesichts der den staatlicher Aufsicht unterstehenden Märkten (Börsen) als Hervorhebungsmerkmal zu anderen Handelsstrukturen zu Grunde liegenden hochrangigen Prinzipien (s. Abschnitt II.3 der Begründung zum Richtlinien-vorschlag), die - unter Anwendung öffentlichen Rechts nach Artikel 20 Abs. 3 - für die Zulassung, Regulierung und Beaufsichtigung eines staatlicher Aufsicht unterstehenden Marktes (Börse) gelten. Diese Prinzipien sind eine besondere Ausprägung des Funktionenschutzes und des Anlegerschutzes, die eine faire Preisbildung stützen und Chancengleichheit gewähren und damit das notwendige Vertrauen in das ordnungsgemäße Funktionieren der geregelten Märkte stärken.

Der Bundesrat hält es auch für notwendig, dass die Wertpapierhäuser verpflichtet werden, die Kunden vor einer eventuellen Zustimmung schriftlich über

Natur, Nutzen und mögliche Risiken von Handelssystemen außerhalb staatlicher Aufsicht unterstehender Märkte (Börsen), insbesondere von Internalisierungssystemen, im Vergleich zu einem staatlicher Aufsicht unterstehenden Markt (Börse) aufzuklären.

Erforderlich ist außerdem, dass die Zustimmung für jede Auftragsausführung einzeln eingeholt wird. Da nur die staatlicher Aufsicht unterstehenden Märkte (Börsen) auf Grund ihrer hochrangigen Prinzipien das Vertrauen der Kunden in die Fairness und Chancengleichheit der Auftragsausführungen in besonderer Weise gewährleisten, ist im Hinblick auf die Warn- und Schutzfunktion des Zustimmungserfordernisses zu einer Auftragsausführung außerhalb eines staatlicher Aufsicht unterstehenden Marktes (Börse) eine Entscheidung in jedem Einzelfall erforderlich.

#### Zu Artikel 25

6. Der Bundesrat unterstützt das mit Artikel 25 verfolgte Regelungsziel nachdrücklich. Die Vorschrift steht im Zusammenhang mit den Transparenzvorschriften der Best-Execution-Regelung und den Vorschlägen für die Bearbeitung von Kundenaufträgen. Sie betrifft eines der zentralen rechtspolitischen Probleme, die sich aus der Fragmentierung der Wertpapiermärkte in börsliche und außerbörsliche Handelssysteme, insbesondere Internalisierungssysteme, ergeben.
7. Der Bundesrat hält es jedoch für sachgerecht, den Anwendungsbereich des Artikels 25 auf die Fälle systematischer Internalisierung zu beschränken, weil nur sie - im Unterschied zu den Fällen gelegentlicher Internalisierung - für die Funktionsfähigkeit der geregelten Märkte (Börsen) ein Problem darstellen. Solche Systeme können die Liquidität an den Börsen mit negativen Auswirkungen für die Preisqualität spürbar ausdünnen und deren volkswirtschaftliche Funktion als Marktplatz für die Eigenkapitalbeschaffung für Unternehmen beeinträchtigen.

Sie können überdies auch günstiger als Börsen betrieben werden, und zwar schon deshalb, weil die an den Börsen gebildeten Preise als Referenzpreise übernommen werden. Der Bundesrat hält deshalb im Interesse eines fairen Wettbewerbs zwischen Börsen und Internalisierungssystemen eine "Kompensation" zu Gunsten der Börsen für erforderlich. Diese könnte darin bestehen,

dass dem Internalisierer auferlegt wird, sich als Market Maker an der Börse zu betätigen, die er als seinen Referenzmarkt ausgewählt hat, oder dass er verpflichtet wird, für jeden getätigten Abschluss ein Deckungsgeschäft über eine Börse zu leiten.

8. Angesichts der rechtspolitischen Bedeutung ist das in Artikel 25 Abs. 4 vorgesehene Komitologieverfahren in der vorgesehenen Form abzulehnen. Insbesondere Regelungen mit Definitionscharakter sind im Mitentscheidungsverfahren nach Artikel 251 EGV zu treffen.

#### Zu Artikel 37 Abs. 5

9. Artikel 37 Abs. 5 sieht die Möglichkeit eines Parallelhandels von Wertpapieren vor, die bereits auf einem regulierten Markt zugelassen sind. Zur Klarstellung sollte allerdings differenziert werden zwischen einer Zulassung (volle Börsenzulassung, das heißt Antrag des Emittenten, Prospektprüfung und alle Zulassungsfolgepflichten) und einer reinen Handelseinbeziehung (lediglich Einbeziehung in den Handel auch ohne Antrag des Emittenten, keine eigenständige Prospektprüfung). Diese Differenzierung entspricht den am 1. Juli 2002 in Kraft getretenen Änderungen der §§ 49 ff. BörsG.

#### Zu Artikel 41

10. Der Bundesrat begrüßt grundsätzlich eine vorbörsliche Transparenzpflicht für geregelte Märkte und multilaterale Handelssysteme (MTF), weil sie zur notwendigen Verzahnung der Märkte beiträgt und im Interesse der Anleger den Zugang zu Informationen über aktuelle Handelsmöglichkeiten eröffnet. Er hält jedoch eine pauschale Verpflichtung zur Veröffentlichung aller Geld- und Briefkurse für nicht sinnvoll. Die Bundesregierung wird deshalb darum gebeten, sich über die begrüßenswerte Ausnahme für Block Trades (Artikel 41 Abs. 2 des Richtlinienvorschlags) hinaus für weitere Ausnahmemöglichkeiten in der Richtlinie bei Marktmodellen oder Marktsituationen einzusetzen, bei denen eine vorbörsliche Transparenz dem Anlegerschutz zuwider zu marktwidrigen Preiseffekten führen würde. Das gilt besonders für geschlossene Orderbücher, die an Börsen verwendet werden. Eine Verpflichtung zur Offenlegung stellt einen erheblichen Eingriff in die Marktstruktur solcher Börsen dar, der im Ergebnis zu einer Aufgabe des in Deutschland und in anderen europäischen

Ländern bestehenden Auktionenhandels führen wird. Die Börsen müssen deshalb die Möglichkeit haben, beim Preisfeststellungsverfahren im Interesse des Anlegerschutzes, insbesondere zur Wahrung der Vertraulichkeit der Order, geschlossene Orderbücher zu verwenden. Der Auktionenhandel mit geschlossenen Orderbüchern hat sich besonders bei marktengen Werten und für die Ausführung von kleineren Aufträgen bewährt.

In welchem Umfang im Übrigen von den Ausnahmemöglichkeiten Gebrauch gemacht wird, sollte den Handelsbedingungen der Börsen überlassen bleiben, um den jeweiligen Gegebenheiten gerecht werden zu können.

Der Bundesrat lehnt die vorgesehene Verpflichtung der geregelten Märkte ab, verbindliche Geld- und Briefkurse von Wertpapierhäusern (Internalisierung), also ihren Konkurrenten, zu veröffentlichen (Artikel 41 Abs. 1 Unterabs. 2 des Richtlinienvorschlags). Eine solche Verpflichtung erscheint einerseits ohne großen technischen Aufwand nicht praktikabel und andererseits den geregelten Märkten auch nicht zumutbar.

Unabhängig von den vorstehenden Bedenken gegen eine pauschale vorbörsliche Transparenzpflicht hält es der Bundesrat für bedenklich, derart weit- und ins Einzelne gehende Durchführungsmaßnahmen hierzu, wie nach Artikel 41 Abs. 3 des Richtlinienvorschlags - auch in Verbindung mit Artikel 27 Abs. 2 - vorgesehen, erst auf Stufe 2 des Komitologieverfahrens durch die Kommission festlegen zu lassen. Bei einer so zentralen Frage wie der vorbörslichen Transparenzpflicht sollten der Rat und das Europäische Parlament möglichst weitgehend auf Stufe 1 entscheiden.

#### Zu Artikel 45

11. Nach den Erwägungsgründen zum Richtlinienvorschlag (Nr. 39) sollen die Mitgliedstaaten für die Durchsetzung der in der Richtlinie festgelegten Verpflichtungen mehrere zuständige Behörden benennen können. Noch deutlicher heißt es in der Begründung zum Richtlinienvorschlag in Abschnitt V.2, dass die Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie die Aufsichtsstruktur in den Mitgliedstaaten unberührt lässt. Der Bundesrat ist hierzu der Auffassung, dass damit auch die bestehende dezentrale Börsenaufsichtsstruktur in Deutschland mit der Rechts- und Marktaufsicht der Länder über die Börsen und börsenähnlichen Einrichtungen einbezogen ist. Allerdings enthält Artikel 45 lediglich in Abs. 3 Unterabs. 1 einen entsprechenden Hinweis, während die eigentliche

zentrale Regelung des Absatzes 1 durch die Formulierung "Jeder Mitgliedstaat benennt eine zuständige Behörde, die ..." anstelle einer Formulierung wie: "Jeder Mitgliedstaat benennt eine oder mehrere zuständige Behörden, die ..." missverständlich ist. Hier sollte eine Formulierung gefunden werden, mit der jedem Mitgliedstaat ausdrücklich das Recht eingeräumt wird, eine oder mehrere zuständige Behörden zu benennen. Die dezentrale Börsenaufsichtsstruktur entspricht den unterschiedlichen Gegebenheiten an den einzelnen Handelsplätzen. Eine Klarstellung ist deshalb unverzichtbar.

Unklar ist auch, ob im Rahmen des Titels III (Geregelte Märkte) und des Artikels 45 Abs. 2 das Selbstverwaltungsrecht der Börsen einschließlich ihrer Handelsüberwachungsstellen, die den Handel an der Börse und die Börsengeschäftsabwicklung zu überwachen haben und damit auch Teil der Aufsichtsstruktur sind, beibehalten werden kann.

Das Selbstverwaltungsrecht öffentlich-rechtlicher Einrichtungen ist ein verwaltungsrechtliches Ordnungsprinzip. Die diesbezüglichen Aufgaben der Börsen ergeben sich aus dem Börsengesetz und nicht aus abgeleitetem Recht auf Grund eines Übertragungsakts ihrer Börsenaufsichtsbehörde. Das gilt auch für die Handelsüberwachungsstellen. Das Selbstverwaltungsrecht der Börsen, bei dem die Handelsteilnehmer, Emittenten und Anleger an der Willensbildung im Wesentlichen beteiligt sind, hat sich bewährt.

Wenn im Übrigen die Handelsüberwachungsstellen bereits durch Artikel 40 Abs. 1 mit der Formulierung "Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass geregelte Märkte dauerhaft wirksame Vorkehrungen und Verfahren für die regelmäßige Überwachung der ... getätigten Geschäfte treffen, ..." erfasst sind, sollte dies klargestellt werden. Überdies fehlt entgegen der Begründung zum Richtlinien-vorschlag in Abschnitt V.2 - aber im Unterschied zu z.B. den Anlageberatern (s. Artikel 15 Abs. 4) und den Bevollmächtigten (s. Artikel 21 Abs. 6) - in Titel III (Geregelte Märkte), vorzugsweise in Artikel 40, eine ausdrückliche Regelung, die Artikel 45 Abs. 2 für anwendbar erklärt.

Der Bundesrat bittet deshalb die Bundesregierung im weiteren Rechtsetzungsverfahren in den Gremien der EU nachdrücklich auf eindeutige Regelungen hinzuwirken, die es erlauben, die dezentrale Börsenaufsichtsstruktur mit der Rechts- und Marktaufsicht der Länder über die Börsen und börsenähnlichen Einrichtungen und die Börsenselbstverwaltung einschließlich der Handelsüberwachungsstellen beizubehalten.

Zu Anhang I Abschnitt C Abs. 4

12. Der Bundesrat begrüßt ausdrücklich die Einbeziehung von Warenderivaten in den Regelungsbereich der neuen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie der Europäischen Union. Allerdings hält der Bundesrat es für erforderlich, dass nicht nur Warenderivate mit finanzieller Erfüllung (cash-gesetztelt), sondern auch Warenderivate mit physischer Erfüllung im Anhang I Abschnitt C Abs. 4 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie erfasst werden. Nur dann können regulierte Märkte auch für Warenderivate mit physischer Erfüllung vom Europäischen Pass Gebrauch machen und bestehende Markthindernisse beseitigt werden. Die ausdrückliche Einbeziehung physisch gesetzelter Warenderivate ist angesichts der nach dem Richtlinienvorschlag bestehenden Unklarheit notwendig, weil andernfalls eine Regelungslücke entstehen würde, die dem Ziel der Richtlinie, gleiche Wettbewerbsbedingungen zu schaffen, zuwider laufen würde.

Der Anhang I Abschnitt C zum Richtlinienvorschlag erfasst in Abs. 4 auch Warenderivate (Options- und Terminkontrakte in Bezug auf Waren). Während jedoch mit der Definition nach den Erwägungsgründen (Nr. 4) Warentermingeschäfte unabhängig davon gemeint sind, ob eine physische Lieferung zumindest möglich ist, umfasst die Definition nach der Begründung in Abschnitt IV.3 nur Warentermingeschäfte, die "geldmäßig reguliert werden". Hinzu kommt, dass das Erfordernis einer geldmäßigen Regulierung für eine Abgrenzung der Warenderivate als Finanzinstrumente von Warenlieferverträgen nicht zielführend ist, weil die Möglichkeit einer physischen Lieferung bei börsenmäßig gehandelten Warenterminkontrakten einer ordnungsgemäßen Preisbildung an der Terminbörse dient. Das ist für Märkte wichtig, auf denen keine anderweitig gesicherte Abrechnungsgrundlage, z.B. in Form von anerkannten Notierungen oder Indizes, besteht. Auf diese Weise wird verhindert, dass an einer Terminbörse Preise entstehen, die keinen Bezug zur Ware als Underlying für das Termingeschäft haben.

Unklar ist überdies im Anhang I Abschnitt C zum Richtlinienvorschlag auch das Verhältnis des Absatzes 6 ("...sonstige derivative Geschäfte zwecks Barregulierung, die auf der Grundlage von ... Waren... bestimmt werden") zu Abs. 4.

### Allgemeines

13. Im Übrigen enthält der Richtlinienvorschlag zahlreiche Ermächtigungen, im Rahmen des Komitologieverfahrens weitere Bestimmungen zu erlassen. Diese sind aus der Sicht des Bundesrates generell zu weitgehend und sollten im weiteren Rechtsetzungsverfahren auf ein Minimum reduziert werden. Generell sollten Definitionen, Regelungen zum Anwendungsbereich und Ausnahmeregelungen, die allesamt wesentliche Auswirkungen auf die Kapitalmärkte haben, in der Richtlinie selbst getroffen werden.
14. Der Bundesrat fordert die Bundesregierung auf, seine Stellungnahme gemäß § 5 Abs. 2 EUZBLG maßgeblich zu berücksichtigen. Das Regelungsvorhaben betrifft im Schwerpunkt die Errichtung und den Bestand von Länderbehörden sowie das Verwaltungsverfahren und sonstige wesentliche Interessen der Länder:

Die Börsen unterliegen der staatlichen Aufsicht durch die Börsenaufsichtsbehörden der Länder. Sie sind gleichzeitig als teilrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts Teil der mittelbaren Staatsverwaltung der Länder und mit umfangreichen Selbstverwaltungsbefugnissen ausgestattet. Artikel 45 regelt die Benennung der zuständigen Aufsichtsbehörden und die Übertragung von Aufgaben auf andere Stellen. Der Bundesrat ist der Auffassung, dass im weiteren Verlauf der Verhandlungen darauf hinzuwirken ist, dass die Mitgliedstaaten die Möglichkeit haben, eine oder mehrere Behörden zu benennen. Gleichzeitig ist die Struktur der Börsenselbstverwaltung infrage gestellt. Das Fortbestehen der Börsenselbstverwaltung in der heutigen Form ist ein zentrales Anliegen der deutschen Börsen selbst und untrennbar verknüpft mit der derzeitigen Aufsichtsstruktur über Börsen.

Das Verwaltungsverfahren der Länder und sonstige wesentliche Länderinteressen sind betroffen, weil es zentrales Anliegen des Richtlinienvorschlags ist - neben der Erweiterung harmonisierter Anforderungen für die Tätigkeit zugelassener Intermediäre - eine Harmonisierung der Marktstrukturen herbeizuführen. Der Richtlinienvorschlag sieht ein umfassendes Regulierungs- und Aufsichtsregime für geregelte Märkte (Börsen) und multilaterale Handelssysteme (MTF- börsenähnliche Einrichtungen) vor. Die Börsen unterliegen im Interesse des Anleger- und Funktionenschutzes umfangreichen Anforderungen

an Funktion und Organisation. Daneben sind umfangreiche vor- und nachbörsliche Transparenzverpflichtungen und Anforderungen an die Zulassung von Instrumenten zum Handel vorgesehen. Die Betreiber von MTF sollen besonderen Überwachungsvorschriften sowie vor- und nachbörslichen Transparenzanforderungen unterliegen. Die Richtlinie legt damit Pflichten der Betreiber regulierter Märkte und MTF fest und sieht umzusetzende Anwendungsbestimmungen vor, die Art und Umfang der Aufsichtspflichten regeln und damit die Verwaltungsverfahren und Behördenstrukturen betreffen. Der Richtlinienvorschlag betrifft darüber hinaus eines der zentralen kapitalmarktpolitischen Probleme, die Fragmentierung der Wertpapiermärkte in börsliche und außerbörsliche Handelssysteme, insbesondere Internalisierungssysteme. Auf Grund der innerstaatlichen Kompetenzverteilung sind die im Zusammenhang mit regulierten Märkten und MTF vorgesehenen Maßnahmen für die Länder und deren Verwaltungszuständigkeiten von wesentlichem Interesse.