

Antwort

der Bundesregierung

**auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Dr. Michael Meister, Leo Dautzenberg, Heinz Seiffert, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der CDU/CSU
– Drucksache 15/819 –**

Regulierungsarbitrage der Börsenaufsichten

Vorbemerkung der Fragesteller

Am 1. Juli 2002 ist das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz in Kraft getreten, mit dem der Gesetzgeber die Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland modernisieren und an den Strukturwandel der internationalen Kapitalmärkte anpassen wollte. Wesentlicher Schwerpunkt des Gesetzes war eine Stärkung des Anlegerschutzes.

Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz hielt an der Länderzuständigkeit über die Börsenaufsicht fest. Bei der Anwendung der börsenrechtlichen Vorschriften (§ 24 Börsengesetz/BörsG) in der Praxis wird von den Betroffenen heute eine unterschiedliche Auslegung durch die Börsenaufsichtsbehörden beklagt.

Vor kurzem gab die NASDAQ Deutschland, die durch den Zusammenschluss der Berliner und Bremer Börse mit der Beteiligung anderer Investoren entstanden ist, bekannt, die Genehmigung der Börsenordnung erhalten zu haben. Danach kann ein Internalisierungssystem zugleich mit einem Börsenpreis angeboten werden.

Ein Börsenpreis kommt aber laut § 24 BörsG nur zustande, wenn Angebote allen Marktteilnehmern zugänglich sind und die Annahme der Angebote möglich ist.

Das Grundprinzip von Internalisierungssystemen besteht darin, dass die Preisbildung in einem bilateralen Ausführungsmechanismus stattfindet. Zum einen ist dies der Fall, wenn nur der Anleger und die das Internalisierungssystem betreibende Bank Zugang zu dem Auftrag haben. Zum anderen trifft dies auch zu, wenn alle Marktteilnehmer zwar prinzipiell Zugang zum Internalisierungssystem haben, jedoch nicht gegeneinander abschließen können.

Als Folge der genannten Charakteristika ist die Preisbildung in Internalisierungssystemen nicht vollständig transparent. Da die Bedingungen des § 24 BörsG nicht erfüllt werden, kommt bei solchen Verfahren kein Börsenpreis im Sinne des Gesetzes zustande.

Diese Argumentation lag der Entscheidung der Hessischen Börsenaufsicht zu Grunde, als sie die Verleihung des Qualitätssiegels „Börsenpreis“ auf derartige Ausführungsmechanismen im Allgemeinen und auf das Internalisierungssystem Xetra Best der Deutsche Börse AG im Speziellen ablehnte.

Im Gegensatz hierzu haben die Aufsichtsbehörden in Berlin und Bremen für ein gleichartiges System die Verwendung des Begriffs „Börsenpreis“ zugelassen.

Die Bemühungen, den Finanzplatz Deutschland effizient, konkurrenzfähig und offen für in- und ausländische Akteure zu gestalten, werden durch solche Formen der Aufsichtsarbitrage konterkariert. Eine zu starke Diskrepanz in der Anwendung von Bundesrecht schwächt sowohl die Markttransparenz als auch den Anlegerschutz und somit im Endeffekt die Effizienz der deutschen Finanzmärkte.

1. Wie beurteilt die Bundesregierung das von der Berliner/Bremer Börsenaufsicht für NASDAQ Deutschland zugelassene Internationalisierungssystem mit einem Börsenpreis mit Blick auf § 24 BörsG?

Die Bundesregierung verfolgt die Entwicklungen am Finanzmarkt mit großem Interesse mit dem Ziel, die diesbezüglichen organisatorischen und regulatorischen Vorschriften im Hinblick auf Markteffizienz, Marktintegrität und Anlegerschutz sowohl auf europäischer Ebene als auch national stetig weiterzuentwickeln.

Die konkrete börsenrechtliche Einschätzung, ob ein Handelssystem als Börsenhandel i. S. d. § 22 Börsengesetz einzustufen ist oder ob die in einem System zustande kommenden Preise als Börsenpreise einzustufen sind, obliegt jedoch ausschließlich den jeweils zuständigen Börsenaufsichtsbehörden der Länder, die über alle zweckdienlichen Informationen verfügen, um eine verlässliche rechtliche Einschätzung vornehmen zu können.

2. Welche Auffassungen werden hierzu nach Kenntnis der Bundesregierung von den Bundesländern im Einzelnen vertreten?

Die hessische Börsenaufsichtsbehörde hat sich nach Kenntnis der Bundesregierung bislang nicht zu der Frage geäußert, ob es sich bei den in dem elektronischen Handelssystem „Supermontage Europe“ der Börse Berlin-Bremen zustande kommenden Preisen um Börsenpreise i. S. d. § 24 Börsengesetz handelt. Die Börsenaufsichtsbehörden Berlin und Bremen haben diese Frage inzwischen positiv beantwortet. Ihr gegenüber den Antragstellern ergangener Bescheid liegt dem Bundesministerium der Finanzen (BMF) nicht vor. Die Börsenaufsicht des Landes Berlin hat jedoch das BMF mit Schreiben vom 11. März 2003 – das allerdings der Vertraulichkeit unterliegt – über ihren Bescheid unterrichtet.

3. Welches Instrumentarium besteht, um zu große Unterschiede in der Umsetzung der Regeln des Börsengesetzes durch die jeweilige Länderbehörden zu vermeiden?

Große Unterschiede in der Umsetzung der Regeln des Börsengesetzes schwächen die Aufsicht und bergen die Gefahr einer Aufsichtsarbitrage in sich. Die Länderaufsichtsbehörden haben nach der geltenden Rechtslage grundsätzlich jeweils eine eigene Auslegungskompetenz im Hinblick auf börsenrechtliche Fragestellungen.

Zur Koordinierung der Aufsicht zwischen Bund und Ländern ist bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ein Wertpapierrat eingerichtet, der aus Vertretern der Länder besteht. Er wirkt bei der Aufsicht mit. Er berät insbesondere die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht bei dem Erlass von Rechtsverordnungen und Richtlinien hinsichtlich der Auswirkungen von Aufsichtsfragen und bei der Abgrenzung von Zuständigkeiten zwischen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der Börsenaufsicht der Länder.

Zur Abstimmung gemeinsam interessierender Fragen des Börsenrechts und der Finanzmarktpolitik haben die Länder darüber hinaus seit vielen Jahren einen Länderarbeitskreis für Börsen- und Wertpapierwesen eingerichtet, der regelmäßig tagt und an dem auch Vertreter der Bundesministerien der Finanzen, der Justiz und für Wirtschaft und Arbeit sowie der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht teilnehmen. Spezielle aufsichtsrechtliche Fragen werden in einer Untergruppe Börsenfragen behandelt, an der Vertreter des Bundes jedoch nicht teilnehmen.

Mangels einer rechtlichen Verbindlichkeit der im Länderarbeitskreis getroffenen Abreden sind die Börsenaufsichtsbehörden nicht gezwungen, bei gleichen Sachverhalten auch dieselbe rechtliche Auslegung zu treffen.

4. Inwieweit erfüllen Börsen unter Berücksichtigung des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes nach Ansicht der Bundesregierung einen öffentlichen Auftrag?

Wie sollen die Börsen diesen erfüllen?

Der öffentlich-rechtliche Auftrag von Börsen besteht in den durch das Börsengesetz vorgegebenen Funktionen der Börsenorgane, wie etwa der Zulassung von Handelsteilnehmern zur Börse unter den gesetzlich vorgeschriebenen Solvenz- und Professionalitätskriterien, der Zulassung von Wertpapieren nach den Vorgaben der Börsenzulassungsverordnung und des Börsengesetzes und der verwaltungsrechtlichen Sanktionierung von Handelsteilnehmern im Fall von Verstößen gegen das Börsenrecht. Vor allem ist es hoheitliche Aufgabe der Geschäftsführung und der Handelsüberwachungsstellen der Börsen, einen ordnungsmäßigen und der wirklichen Marktlage entsprechenden Börsenhandel zu ermöglichen und damit die vom Gesetzgeber vorgeschriebene Qualität des Börsenpreises als Wirtschaftsindikator und gesetzlichem Bewertungsmaßstab zu sichern.

5. Wie beurteilt die Bundesregierung angesichts der Bedeutung von Börsenpreisen (Regierungsentwurf zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz vom 14. November 2001, Bundestagsdrucksache 14/8017 vom 18. Januar 2002, S. 74: „Qualität als Börsenpreis muss sichergestellt sein“) die Rechtsfolgen einer internalisierten Auftragsabwicklung ohne das Zustandekommen von Börsenpreisen?

Greift ohne das Zustandekommen von Börsenpreisen die Regelung in § 22 Abs. 1 Satz 1, 2. Halbsatz BörsG, wonach aus Gründen des Anlegerschutzes Einzelfallanweisungen von Verbrauchern erforderlich sind?

Auf die Antwort zu Frage 1 wird verwiesen.

6. Welche Maßnahmen erwägt die Bundesregierung, um eine weitestgehende einheitliche Anwendung der anlegerschützenden Regeln des BörsG insbesondere mit Bezug auf die einheitliche Anwendung von §24 BörsG sicherzustellen?

Welche Position haben die Bundesländer zu diesen Maßnahmen?

Der Bundesminister der Finanzen, Hans Eichel, hat bereits mehrfach, zuletzt bei der Vorstellung des Zehn-Punkte-Programms der Bundesregierung am 25. Februar 2003, ausgeführt, dass die Bundesregierung aufgrund der Nachteile einer drohenden Zersplitterung der Börsenaufsicht in Deutschland und angesichts der Initiativen zur Schaffung eines gemeinsamen Finanzmarktes in Europa eine Zentralisierung der Börsenaufsicht bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht anstrebt.

7. Wie stellt die Bundesregierung im nationalen und europäischen Rahmen sicher, dass die Marktliquidität der Börsen und somit die Qualität der dort erzielten Preise geschützt werden und Wettbewerb auf einem „level playing field“ stattfinden kann?

Die Bundesregierung tritt mit Nachdruck sowohl auf nationaler Ebene als auch auf europäischer Ebene – hier insbesondere bei den aktuellen Verhandlungen zur Überarbeitung der EG-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie – für eine Verbesserung der Qualität der Märkte im Hinblick auf die Kriterien der Markteffizienz, der Marktintegrität und des Anlegerschutzes ein. Hierbei soll den technologischen Entwicklungen Rechnung getragen und ein Wettbewerb zwischen Handelssystemen gefördert werden, wobei den Börsen als zentralen regulierten Märkten eine besondere Stellung zugedacht wird.

In der durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz vorgenommenen Neufassung des Börsengesetzes ist festgelegt, dass Aufträge zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren über den Handel an einer Börse auszuführen sind, wenn der Auftraggeber nichts anderes bestimmt. Dieser Vorrang des Börsenhandels dient vornehmlich der Sicherung der Marktliquidität der Börsen und dem Anlegerschutz. Darüber hinaus besteht nach dem neuen Börsengesetz eine Anzeigepflicht für elektronische Handelssysteme. Sofern diese Marktveranstaltungen bestimmte gesetzliche Kriterien erfüllen, sind sie als börsenähnliche Einrichtungen einzustufen und unterfallen der Börsenaufsicht der Länder. Dies sichert weitgehend ein „level playing field“ zwischen öffentlich-rechtlichen Börsen und börsenähnlichen Einrichtungen.

Bei den derzeit laufenden Verhandlungen über die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie dringt die Bundesregierung ebenfalls auf die Aufnahme eines Börsenvorranges analog der jetzigen Vorschriften im Börsengesetz. Eine Einschränkung der Geschäftstätigkeit außerbörslicher Handelsplattformen ist damit nach Auffassung der Bundesregierung nicht verbunden.

8. Wie beurteilt die Regierung im Allgemeinen die zunehmende Verbreitung von Internalisierungssystemen?

Die zurzeit feststellbaren Tendenzen zur Internalisierung von Kundenaufträgen vor allem durch größere Wertpapierhäuser sind Ausdruck eines Marktbedürfnisses, welches vor allem durch die erweiterten technischen Möglichkeiten des elektronischen Wertpapierhandels geweckt wird. Der wirtschaftliche Grund liegt darin, dass diese Häuser durch die größeren Eigenhandelspositionen an der Spanne zwischen Geld- und Briefkurs verdienen. Außerdem hoffen sie auf Einsparungen bei den Börsengebühren und auf sinkende Abwicklungskosten.

Diese Entwicklung und das damit zusammenhängende wirtschaftliche Interesse sind grundsätzlich weder für den Markt, noch für den einzelnen Anleger als negativ zu beurteilen. Voraussetzung ist jedoch, dass die Effizienz und Integrität des Börsenhandels und der Anlegerschutz und ein „level playing field“ unter allen Marktteilnehmern in vollem Umfang gewahrt bleiben. Für diese Ziele wird sich die Bundesregierung nachdrücklich sowohl auf europäischer Ebene als auch bei der nationalen Börsengesetzgebung einsetzen.

9. Inwieweit sieht die Bundesregierung Auswirkungen auf den Finanzplatz, wenn Investoren innerhalb Deutschlands zu unterschiedlich behandelt werden?

Eine unterschiedliche Behandlung von Investoren am Finanzplatz Deutschland wäre zum Nachteil nicht nur für die betroffenen Marktteilnehmer, sondern für den gesamten Finanzplatz. Sie besteht aber derzeit weder in rechtlicher noch in wirtschaftlicher Hinsicht, da sämtliche Märkte in Deutschland frei zugänglich sind und die rechtlichen Rahmenbedingungen des Wertpapierhandelsgesetzes und des Börsengesetzes für alle Marktteilnehmer gleichermaßen gelten. Um dies auch künftig zu gewährleisten und um eine regionale Gleichbehandlung der Börsen sicherzustellen und der Gefahr einer unterschiedlichen Interpretation der rechtlichen Vorgaben zu begegnen, strebt die Bundesregierung eine Zentralisierung der Börsenaufsicht an.

10. Inwieweit steht die Bundesregierung mit den Ländern im Dialog bezüglich der Frage, ob die Börsenaufsicht in Deutschland einer stärkeren oder gar vollständigen Zentralisierung bedarf?
Welche Positionen vertreten die jeweiligen Länder nach Kenntnis der Bundesregierung?

Zum ersten Teil der Frage 10 wird auf die Antwort zu Frage 3 verwiesen.

Nach Kenntnis der Bundesregierung lehnen die Länder insgesamt eine Zentralisierung der Börsenaufsicht beim Bund ab. Sie betrachten eine solche Zentralisierung als massiven Eingriff in die derzeitige föderale Börsenaufsichtstruktur. Diese Auffassung wurde von der Wirtschaftsministerkonferenz der Länder im November 1998 und vom Bundesrat u. a. im Gesetzgebungsverfahren zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz vertreten. An dieser Auffassung der Länder hat sich nach Kenntnis der Bundesregierung nichts geändert.

