

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

MATTHIAS BERGER

**DAS VIERTE FINANZMARKTFÖRDERUNGSGESETZ.
SCHWERPUNKT BÖRSEN- UND WERTPAPIERRECHT**

BMP-LECTURES AM ILF



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 5



PROF. DR. THEODOR BAUMS
PROF. DR. ANDREAS CAHN

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT

SENCKENBERGANLAGE 31

POSTFACH 11 19 32

D-60054 FRANKFURT AM MAIN

WWW.ILF-FRANKFURT.DE

TEL: +49 (0)69 / 798-28941

FAX: +49 (0)69 / 798-29018

Matthias Berger

**Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz –
Schwerpunkt Börsen- und Wertpapierrecht**

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 5

Gliederung

Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz

Schwerpunkt Börsen- und Wertpapierrecht

	Seite
<u>I. Einführung</u>	1
<u>II. Die früheren Finanzmarktgesetze als Vorgänger</u>	6
1. Die Börsengesetznovellen von 1986 und 1989	7
2. Das Erste Finanzmarktförderungsgesetz von 1990	8
3. Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz von 1994	9
4. Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz von 1998	11
<u>III. Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz (4. FMFG)</u>	16
1. Zusammenhang mit anderen Gesetzen	16
2. Ziele des 4. FMFG	18
3. Änderungen im Börsengesetz	19
a) Neufassung des Börsengesetzes	20
b) Pflichten des Börsenträgers	20
c) Inhaberkontrolle	23
d) Entkopplung von Wertpapierzulassung und Preisfeststellung	23
e) Marktsegmentierung	27
f) Faktischer Börsenzwang/Wegfall des Vorrang der Parketts	31
g) Angaben zu Verkaufsbeschränkungen	33
h) Elektronische Handelssysteme und börsenähnliche Einrichtungen	34
i) Zusammenfassung	36

4. Änderungen im Wertpapierhandelsgesetz	39
a) Anpassung der Vorschriften zur Ad hoc-Publizität	39
b) Schadensersatznorm bei Ad hoc-Verstößen	41
c) Mitteilungen der Geschäfte des Managements in eigenen Aktien	43
d) Kurs- und Marktpreismanipulation	45
e) Neufassung des Rechts der Termingeschäfte	51
f) Organisierte Märkte des Auslands	52
g) Wohlverhaltenspflichten für Finanzanalysten	54
h) Verjährungsfristen	55
i) Zusammenfassung	57
IV. <u>Ausblick</u>	59
1. Situation im Frühjahr 2002	59
2. Börsengesetz	64
a) Organisationsform der Börsen (privatrechtlich)	64
b) Zentralisierung der Börsenaufsicht	67
c) Verhältnis Börsenaufsicht zu Börse und Börsenträger	69
3. Wertpapierrechtliche Vorstellungen	70
a) Einführung einer persönlichen Haftung von Anlegern gegenüber Managern	70
b) Weiterentwicklung der Wohlverhaltensregeln für Finanzanalysten	72
c) Grauer Kapitalmarkt	73
V. <u>Schlussbemerkung</u>	75

Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz Schwerpunkt Börsen- und Wertpapierrecht

I. Einführung

Anrede

Wenn eine so angesehene, ehrwürdige Universität wie die Johann Wolfgang Goethe Universität einlädt, so ist dies eine große Ehre - eine Einladung, der man folgen muss.

Wenn die Universität zum Thema „Finanzmarktförderung“ nach Frankfurt – dem Mittelpunkt des Finanzplatzes Deutschland – einlädt, dann gibt es eigentlich keinen Grund zu zögern.

Und wenn das Institute for Law and Finance der Johann Wolfgang Goethe Universität zum Thema Finanzmarktförderung nach Frankfurt einlädt, so ist die Entscheidung vollends eindeutig.

Ich bin deshalb Ihnen, Herr Professor Cahn und Herr Professor Baums, dankbar für Ihre Einladung, die ich gerne angenommen habe.

Zugleich möchte ich aber auch die Erwartungen an den Vortrag etwas dämpfen. Ich werde mich entsprechend dem Thema auf die Regelungen zum Börsen- und Wertpapierrecht konzentrieren. Das Gesetz selbst umfasst Änderungen von 25 Gesetzen und Verordnungen; es füllt 62 Seiten im Bundesgesetzblatt. Allein der ursprünglich dem Bundesrat vorgelegte Entwurf der Bundesregierung umfasste mit Begründung ca. 420 Schreibmaschinen-seiten.

Angesichts dieses Umfangs war eine Beschränkung notwendig. Da ich für Börsen- und Wertpapierrecht zuständig bin, ergab sich das Thema von allein.

Eine weitere Einschränkung ergibt sich aus meiner Person. Ich bin Volkswirt, was ein gewisser Nachteil sein kann (aber nicht muss), wenn man zu einem Gesetz referieren soll. Insoweit werde ich mehr Gewicht legen auf die ökonomischen Wirkungen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes, als es sonst der Fall wäre. Und selbstverständlich gebe ich ausschließlich meine eigene Meinung wieder.

Bevor ich zu dem Thema komme, sei ein kleiner Rückblick gestattet. Wie der Name - Viertes Finanzmarktförderungsgesetz - sagt, gab es zu diesem Gesetz Vorgänger, mit denen eine Renaissance der deutschen Finanzmarktpolitik eingeleitet und umgesetzt wurde.

Ende der 80er Jahre war die Lage am deutschen Kapitalmarkt absolut und im Verhältnis zur Wirtschaftskraft der Bundesrepublik und im Vergleich zur Situation in anderen Ländern wenig vorteilhaft.

- Die Börsenkapitalisierung von Wertpapieren inländischer Emittenten betrug Ende der 80er Jahre in Deutschland nur 30 % des Bruttoinlandsprodukts, in Frankreich knapp 40 %, in Großbritannien 100 % und in den USA 55 %.
- Der Bestand an Aktien betrug Mitte der 80er Jahre nur rund 7 % der gesamten Geldvermögen der privaten Haushalte.

Dies zeigt zweierlei:

Erstens: Die Aktie führte damals aus Sicht der privaten Haushalte ein Schattendasein. Die privaten Haushalte waren nur in geringem Maße am

haftenden Eigenkapital der großen Unternehmen und damit an der Wirtschaftsdynamik unserer Volkswirtschaft beteiligt.

Zweitens: Die Aktiengesellschaften konnten nur wenig Ersparnisse der privaten Haushalte mobilisieren, wenn sie ihre Eigenkapital erhöhen wollten - z.B. zur Finanzierung produktiver Investitionen.

In Deutschland waren im Vergleich zu anderen Industrieländern - vor allem angelsächsischer Prägung - die großen Unternehmen stärker auf Fremdfinanzierung - Bankkredite und festverzinsliche Anleihen - angewiesen. Dies hatte und hat viele Gründe, auch steuerlicher Art. Eine Ursache war die geringe Akzeptanz der Aktie als Investment für private Haushalte und die geringe Aktienkultur.

II. Die früheren Finanzmarktgesetze als Vorgänger

Die Börsen führten also - aus heutiger Sicht bis in die 80er Jahre ein gewisses Schattendasein. Auf der anderen Seite hat die damalige Regierung - und nicht nur sie - klar die Bedeutung der Börsen als Motor der Wirtschaft erkannt.

- Nur ein funktionsfähiger Finanzmarkt kann seine Aufgabe als Drehscheibe für Kapital effizient erfüllen. Damit ist der Finanzplatz Basis eines kräftigen realen Wachstums.
- Die Arbeitsplätze im Finanzmarktbereich sind hoch produktiv. Sie sind nicht nur bei den eigentlichen Finanzdienstleistern zu finden, sondern auch in vielen komplementären Unternehmen und Institutionen, z.B. bei Rechtsanwaltskanzleien.

Eine Erweckung des Finanzplatzes Deutschland aus seinem „Dornröschenschlaf“ lag damit nahe.

1. Börsengesetznovellen von 1986 und 1989

Ein erster Schritt waren die Börsengesetznovellen 1986 und 1989. Sie hatten erstmals die verkrusteten Strukturen der Börsenorganisationen aufgebrochen.

Novelle von 1986:

- Die Regeln für die im amtlichen Handel notierten Wertpapiere wurden harmonisiert.
- Ein neues Marktsegment - der geregelte Markt - wurde geschaffen, der gegenüber dem amtlichen Handel geringere Zulassungsbedingungen aufweist. Damit wurde kleinen und mittleren Unternehmen die Kapitalaufnahme über die Börse erleichtert.
- Ein drittes börsliches Segment - der Freiverkehr - wurde gesetzlich verankert.

In ihm wurden vorwiegend Wertpapiere ausländischer Emittenten und Regionalwerte notiert.

Novelle von 1989

In der **Novelle von 1989** wurden die rechtlichen Voraussetzungen für einen elektronischen Börsenhandel, eines Handels in Termingeschäften und für die Notierung von Wertpapieren in ausländischen Währungen und Rechnungseinheiten geschaffen.

2. **Erstes Finanzmarktförderungsgesetz von 1990**

Ein weiterer wichtiger Schritt war das **Erste Finanzmarktförderungsgesetz von 1990**.

Der Bundesfinanzminister schlug damals die Abschaffung der Börsenumsatzsteuer, der Wechselsteuer und der Gesellschaftssteuer vor - ein in der Steuergeschichte seltener Vorgang!

Des Weiteren wurden im Kapitalanlagegesellschaftengesetz die Geschäftsmöglichkeiten von Kapitalanlagegesellschaften kräftig ausgeweitet. Spezialfonds und Rentenfonds wurden zugelassen, die Teilnahme am Optionshandel erlaubt und die Möglichkeiten zum Abschluss von Finanztermingeschäften geschaffen.

3. Zweites Finanzmarktförderungsgesetz von 1994

Das vielleicht wichtigste Vorgänger-Gesetz war das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz von 1994, mit dem die Europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie umgesetzt wurde. Mit diesem Gesetz wurde auch das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel in Frankfurt gegründet - ein Schritt, der überfällig war; bis dahin waren ausschließlich die Börsenaufsichtsbehörden der Länder zuständig.

Die Aufgaben des BAWe, das jetzt in die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht aufgegangen ist, waren bzw. sind:

- Die Überwachung von Wohlverhaltensregeln, die für die Kreditinstitute und andere Wertpapierdienstleister damals neu eingeführt wurden, um eine anlegergerechte und anlagegerechte Beratung des Kunden sicherzustellen.
- Die Überwachung des Verbots von Insidergeschäften. Um dieses Verbot durchzusetzen, wurde die Ad-hoc-Publizität eingeführt, nach der die Unternehmen Informationen, „die geeignet sind, den Börsenpreis erheblich zu beeinflussen“, unverzüglich veröffentlichen müssen. Damit werden Insider-Geschäfte erschwert - Insider-Informationen, die veröffentlicht werden, sind keine mehr.
- Die Überwachung der Meldepflichten über bedeutende Beteiligungen - als

solche werden 5 %, 10 %, 25 %, 50 % und 75 % angesehen. Mit diesen Informationen soll der Einfluss der Eigentümer auf die Gesellschaft offen gelegt werden.

- Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz schuf außerdem die Grundlagen für eine funktionsfähige Warenterminbörse.

4. Drittes Finanzmarktförderungsgesetz von 1998

Was die ersten beiden Finanzmarktförderungsgesetze begonnen hatten, hat das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz von 1998 abgerundet. Der Gesetzentwurf umfasste zum Teil sehr umfangreiche Änderungen von insgesamt 17 Gesetzen und Verordnungen. Der Rechtstext alleine betrug 48 Seiten in der Bundestagsdrucksache, 16 Seiten in der allgemeinen Begründung und 91 Seiten in der besonderen Begründung. Sein Schwer-

punkt lag in den Anpassungen des Kapitalanlagegesellschaftengesetzes.

Im Bereich des Börsenrechts - auf das wir uns heute konzentrieren wollen - waren folgende Neuerungen enthalten:

Ein erster Schwerpunkt im Börsengesetz war die Modernisierung des Haftungsrechts für fehlerhafte Börsenzulassungsprospekte.

Die Verjährungsfrist von 5 Jahren war zu lang. Die Frist wurde auf 6 Monate nach Kenntnis der Unrichtigkeit, spätestens 3 Jahre nach Veröffentlichung des Prospekts verkürzt.

Wichtig war auch die Verteilung der Beweislast. So wurde der Anleger davon befreit, den Nachweis zu führen, dass die Wertpapiere auf Grund des fehlerhaften Prospekts erworben wurden oder dass die fehlerhaften Angaben im Prospekt den Börsenkurs vermindert

haben - ein Nachweis, den der Anleger in der Regel nur schwer führen konnte.

Ein zweiter Schwerpunkt der Börsenreform war die Erleichterung des Börsenzugangs für Emittenten. Jungen Unternehmen, die einen Börsengang anstrebten, wurde eine frühzeitige Zulassung zum geregelten Markt ermöglicht.

Ein dritter Schwerpunkt war die gesetzliche Regelung des Rückzugs eines Emittenten von der Börse. Die Regelung sah vor, dass die Zulassungsstelle die Zulassung widerrufen kann, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel für die Wertpapiere nicht mehr gewährleistet ist. Der Widerruf darf dem Schutz des Anlegers nicht widersprechen.

Zweitens wurden im Wertpapierhandelsgesetz

- die Verjährungsfristen für Schadensersatzansprüche wegen fehlerhafter Information und Beratung analog dem Börsengesetz verkürzt;
- die Mitteilungspflichten über bedeutende Beteiligungen von WpHG und Aktiengesetz harmonisiert;
- der Anlegerschutz durch Verbesserung der wertpapierhandelsrechtlichen Aufsicht gestärkt (z.B. Recht des BAWe auf Auskunft über Bestandsänderungen in Insider-Papieren).

Die übrigen Änderungen im Kapitalanlagegesellschaftengesetz und anderen Gesetzen aufzuführen, würde zu weit führen.

Dies mag als Einleitung in das Thema genügen. Es lässt sich auf den Nenner bringen, dass die Finanzmarktförderung ein „ongoing process“ ist. Aber immerhin:

- Die Börsenkapitalisierung der inländischen Aktien betrug bei In-Kraft-Treten des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes rund 50 % des BIP (anstatt 30 % Ende der 80er Jahre).
- Der Bestand an Aktien hatte sich auf 13 % des Geldvermögens der privaten Haushalte erhöht (Mitte der 80er Jahre 7 %).
- Der DAX war von Ende 1989 (rund 1800 Punkte) auf rund 5.000 Punkte Ende 1998 gestiegen.

III. Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz

1. Zusammenhang mit anderen Gesetzesinitiativen

Gleichwohl war weiterer Handlungsbedarf zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland zu Beginn der Legislaturperiode 1998/2002 offensichtlich. Die Finanzmarktgesetzgebung musste weitergeführt werden; wichtige kapitalmarktrechtliche Weichenstellungen mussten gestellt werden.

Zugleich stand dieses Vorhaben im engen Zusammenhang mit anderen Gesetzesinitiativen, die insgesamt das Ziel hatten, Deutschland zu einem leistungsfähigen und attraktiven Wirtschaftsstandort weiter auszubauen.

Zu Erinnerung:

- Das Gesetz zur Regelung öffentlicher Angebote und Unternehmensüber-

nahmen sollte die Rechtssicherheit erhöhen und Minderheitsaktionäre bei Übernahmen schützen.

- Die Finanzaufsicht sollte durch Zusammenlegung der 3 Aufsichtsämter gestärkt und effizienter gestaltet werden.
- Die Bundesbankstrukturreform war nach Einführung der gemeinsamen Währung 1999 überfällig, um die Effizienz der Geldpolitik zu erhöhen und den Finanzplatz Deutschland zu stärken.
- Eine weitere Initiative war die Errichtung der Regierungskommission „Corporate Governance - Modernisierung des Aktienrechts“, die im Juli 2001 ihre Empfehlungen vorlegte. Eine erste Umsetzung erfolgte bereits Anfang 2002 durch die Vorlage eines Verhaltenskodex zur Unternehmensführung, der mittlerweile breite Anerkennung gefunden hat.

2. Ziele des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes

In diesem Zusammenhang ist das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz zu sehen. Seine wichtigsten Ziele im Börsen- und Wertpapierbereich waren:

- Die Position der deutschen Börsen und ihrer Marktteilnehmer sollten durch Reform des Börsen- und Wertpapierrechts gestärkt werden und ihre Handlungsspielräume durch Deregulierung und Anpassung an internationale Standards erweitert werden.
- Der Anlegerschutz sollte gestärkt werden, indem die Transparenz auf den Wertpapiermarkt erhöht wird und die rechtlichen Voraussetzungen dafür geschaffen werden, das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation und des Missbrauchs von Ad-hoc-Meldungen wirksam durchzusetzen.

- Die Rechtssicherheit war zu erhöhen, die vor dem Hintergrund der zunehmenden Internationalisierung ein immer bedeutenderer Faktor im Wettbewerb der Finanzplätze geworden war.
- Hinzu kommen zahlreiche Deregulierungen, Klarstellungen und Bereinigungen, die sich im Laufe der Jahre angesammelt hatten. Die Liste der angestrebten Änderungen betrug ursprünglich weit über 100 Punkte, die zu prüfen und - falls sinnvoll - umzusetzen waren.

3. Änderungen im Börsengesetz

Lassen Sie mich zunächst die wichtigsten Änderungen im Börsenrecht erläutern; anschließend werde ich auf die Anpassungen im Wertpapierhandelsgesetz eingehen. Zum Schluss wollen wir einen Ausblick auf die vor uns liegende Legislaturperiode wagen.

Doch zunächst zum Börsenrecht:

a) Neufassung des Börsengesetzes

Zunächst fällt auf, dass das Börsengesetz neu gefasst wurde. Das Gesetz war über 100 Jahre alt und durch zahlreiche Änderungen in der Vergangenheit schwer lesbar geworden. Eine Neufassung lag nahe.

b) Pflichten des Börsenträgers

In den allgemeinen Bestimmungen des Börsengesetzes (Abschnitt 1) werden die Verpflichtung des Börsenträgers statuiert, auf Anforderung der Börsengeschäftsführung die zur Durchführung und Fortentwicklung des Börsenbetriebs erforderlichen finanziellen, personellen und sachlichen Mittel zur Verfügung zu stellen.

Zur Erinnerung: Wie Sie wissen, ist die Börse eine teilrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts, der das Börsengesetz

bestimmte hoheitliche Aufgaben übertragen hat (z.B. Zulassung von Personen und Wertpapieren zum Börsenhandel, Feststellung des Börsenpreises, strafrechtliche Befugnisse). Um handeln zu können, braucht die Börse Personal und Sachmittel, die ihr der privatrechtlich organisierte Börsenträger - in Frankfurt die Deutsche Börse AG - zur Verfügung stellt.

Da die Börse eine hoheitliche - und für die Volkswirtschaft sehr wichtige - Aufgabe erfüllt, muss gesetzlich auch die Bereitstellung der Mittel geregelt werden. Dies war in der Vergangenheit selbstverständlich und bedurfte keiner ausdrücklichen Regelung.

Zweifel kamen aber auf, als die Deutsche Börse AG im Jahre 2000 Verhandlungen über eine Fusion mit der London Stock Exchange führte. Ein Plan war damals, den amtlichen Handel, der etwa 90 % der Börsenumsätze erfasste, nach London zu verlagern. Es wäre denkbar gewesen, dass

der Börsenträger - die Deutsche Börse AG - in Frankfurt nicht mehr die Mittel zur Durchführung des amtlichen Handels zur Verfügung gestellt hätte.

Eine Klarstellung, dass die Mittel zur Verfügung gestellt werden müssen, war deshalb geboten. Zugleich ist damit auch klargestellt, dass der Börsenträger zu einer angemessenen Fortentwicklung der Börse verpflichtet ist. Dies ist insbesondere im Hinblick auf elektronische Handelssysteme notwendig, die laufend hohe Investition in das System erforderlich machen.

Aber der Börsenträger ist nicht zu jeglicher Investition verpflichtet. Eine Leistungspflicht besteht nur insoweit, als eine „angemessene“ Finanzierung bereitgestellt werden muss.

c) Inhaberkontrolle

Als zweiter Eckpunkt ist die Inhaberkontrolle, d.h. eine Meldepflicht in § 3 Börsengesetz für den Erwerb einer bedeutenden Beteiligung an einer Börse - als solche gelten 10 % der Stimmrechte. Eine Anzeigepflicht besteht auch bei Erhöhung auf 20 %, 33 % und 50 % . Eine solche Inhaberkontrolle gab es bereits für Banken und Versicherungen.

Diese Vorschrift soll unter anderem verhindern, dass Börsen in die Einflussosphäre der organisierten Kriminalität gelangen und beispielsweise für Zwecke der Geldwäsche benutzt werden.

d) Entkopplung von Wertpapierzulassungen und Preisfeststellungen

Bislang war die Zulassung der Wertpapiere in einem bestimmten Marktsegment an eine

bestimmte Form der Preisfeststellung geknüpft.

- Bei der Zulassung im amtlichen Handel erfolgte die Feststellung über Kursmakler, die von der Börsenaufsicht bestellt und entlassen werden konnten. Als Börsenpreis ist derjenige festzustellen, „welcher der wirklichen Geschäftslage des Handels an der Börse entspricht“ (§ 29 Abs. 2 Börsengesetz alt).
- Bei Zulassung im geregelten Markt erfolgte die Feststellung des Börsenpreises durch Skontroführer, die von der Geschäftsleitung der Börsen bestimmt wurden. In der Regel waren dies Angestellte von Kreditinstituten oder Finanzdienstleistungsinstituten (Skontro = Kursbuch des Maklers, in das alle Kauf- und Verkaufsaufträge eingestellt werden).

Im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz wurde diese Koppelung aufgehoben. Die

amtliche Feststellung des Preises entfällt. Der Begriff „amtlicher Handel“ wird durch „amtlicher Markt“ ersetzt.

Als Konsequenz dieser Regelung besteht keine Verpflichtung der Börse mehr, im amtlichen Markt eine bestimmte Art der Preisfeststellung vorzuschreiben. Es bleibt den Börsen überlassen, wie sie die von ihnen eingesetzten Handelssysteme - d.h. Parketthandel, elektronisch gestützter Handel, vollelektronischer Handel - ausgestalten.

Die Regelungen müssen in der Börsenordnung festgelegt werden und von der Börsenaufsicht genehmigt werden. Die Börse kann die Preisregeln für alle Handelssegmente einheitlich bestimmen oder für jedes Segment andere Regeln aufstellen.

Die Börse kann also - je nach den Erfordernissen des Marktes - flexibel reagieren. So kann beispielsweise der

Handel in hoch liquiden Wertpapieren jetzt ausschließlich in elektronischen Handelssystemen erfolgen - dies könnte Preisvorteile bieten und aufgrund der hohen Nachfrage und des hohen Angebots im elektronischen Matching vorgenommen werden.

Bei weniger liquiden Wertpapieren könnte es angezeigt sein, die Preise durch Skontoführer - sozusagen von Hand - vorzunehmen.

In jedem Fall aber müssen die Preise nach § 24 Börsengesetz ordnungsgemäß zustande gekommen sein und der wirklichen Marktlage entsprechen - unabhängig davon, welches Preissystem die Börse eingeführt hat.

Die Entkopplung von Preisfeststellung und Marktsegment hatte auch zur Folge, dass eine Neuordnung des Maklerwesens notwendig wurde. Der Berufsstand des Kursmaklers ist erloschen. Eine dreijährige

Übergangsfrist regelt das Auslaufen und gewährleistet weitgehend eine Weiterbeschäftigung als Skontroführer.

e) Marktsegmentierung

Ein Kernpunkt der Änderung des Börsengesetzes war auch die Neuordnung der Marktsegmente. Bislang kannte das Börsengesetz 3 Segmente: den amtlichen Handel, den geregelten Markt und den Freiverkehr.

- Der amtliche Handel hat die höchsten Anforderungen (z.B. Mindestbestand des Unternehmens 3 Jahre, Mindestemission 1,25 Mio. Euro, Mindeststücke 50.000). Er erfasst nur die sehr großen Emittenten wie Deutsche Bank, Telekom und VW. Die amtliche Kursfestsetzung erfolgte früher wie gesagt durch Kursmakler.

- Der geregelte Markt hat niedrigere Anforderungen (z.B. Mindestbestand 1 Jahr, Mindestemission 0,25 Mio. Euro,

Mindeststück 10.000) und niedrigere Gebühren. Die Kursfeststellung erfolgte durch Skontroführer. Der amtliche Handel und der geregelte Markt sind öffentlich-rechtlich reglementiert.

- Der Freiverkehr ist im Börsengesetz nicht genauer geregelt. Die Kursfeststellung erfolgt ebenfalls durch Skontroführer. Der Handel wird aber auf privatrechtlicher Basis durchgeführt, allerdings muss eine ordnungsgemäße Durchführung gewährleistet sein. Die Preise im Freiverkehr sind Börsenpreise. Gehandelt werden Aktien kleinerer Emittenten und ausländischer Emittenten, die keine Börsenzulassung haben.

Es war problematisch für die Börsen, die drei Marktsegmente zu erweitern, z.B. durch Schaffung des Neuen Marktes, in dem vor allem wachstumsorientierte Wertpapiere gehandelt werden sollten. Eine Lösung war

- einerseits das Erfordernis der Zulassung im geregelten Markt aufrecht zu erhalten,
- andererseits den Handel im Freiverkehr durchzuführen und damit auf eine privatrechtliche Basis zu stellen.

Der Neue Markt hat also eine Art Zwitterstellung. Sie sollte den Vorteil haben, dass die Börse zusätzlich zu den gesetzlichen Anforderungen im geregelten Markt weiterer Zulassungsbedingungen stellen kann, z.B. die Aufstellung eines Jahresabschlusses nach internationalen Rechnungslegungsstandards und die Vorlage von Quartalsberichten usw.

Das Regelwerk des Neuen Marktes war umfangreich, wurde von der Börse festgesetzt und privatrechtlich mit den Emittenten vereinbart. Hierin war aber auch ein Nachteil zu sehen: Die Durchsetzung der Regelung war nur privatrechtlich möglich, was zu Rechtsstreitigkeiten führte, z.B. im Hinblick die Penny-Stock-Regelung.

Der Gesetzgeber hat diese unbefriedigende Lage dadurch gelöst, dass er den Börsen die Möglichkeit gab, die beiden ersten öffentlich-rechtlich reglementierten Marktsegmente durch zusätzliche Anforderungen zu erweitern. Die Anforderungen - sei es hinsichtlich der Anforderungen für die Zulassung (z.B. Höhe der Emission) oder für die Zulassungsfolgepflichten (z.B. Rechnungslegung nach IAS, Vorlage von Quartalsberichten) - werden in der Börsenordnung festgelegt und von der Aufsichtsbehörde genehmigt (§ 50 Abs. 3 Börsengesetz). Sie sind deshalb öffentlich-rechtlich und damit leichter einseitig durchsetzbar.

Diese Lösung, Teilsegmente schaffen zu können, gibt den Börsen ein flexibles Instrument in die Hand, ihren Handel entsprechend den Erfordernissen der Marktteilnehmern zu organisieren und unnötige Kosten zu vermeiden.

Zugleich wurden im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz die Voraussetzungen geschaffen, Wertpapiere unter erleichterten Bedingungen in den geregelten Markt aufzunehmen, z.B. wenn sie am geregelten Markt im Ausland bereits zugelassen sind.

f) Faktischer Börsenzwang/Wegfall des Vorrangs des Präsenzhandels

Im alten Börsenrecht hatte der Präsenzhandel Vorrang (§ 10 Börsengesetz alt). Traf der Auftraggeber keine Bestimmung über den Ort der Ausführung, so war der Auftrag in der Regel im Präsenzhandel auszuführen.

Dies sicherte den Kursmaklern nicht nur erhebliche Einkommen, sondern gewährte dem Parkett auch einen Vorrang vor anderen Handelsplattformen, für den es nach Ansicht vieler Experten keine Rechtfertigung gab.

Der Gesetzgeber hat deshalb den Vorrang der Präsenzbörse abgeschafft und in einen solchen der Börse insgesamt umgewandelt. Gibt der Auftraggeber keine Anweisungen, wo der Auftrag auszuführen ist - und dies ist recht häufig der Fall -, dann ist er nach § 22 Börsengesetz an der Börse auszuführen.

Diese Änderung ist vor dem Hintergrund der zunehmenden Verbreitung sogenannter Alternativer Transaktionssysteme (ATS) zu sehen. Hier gelten nicht die strengen Auflagen zum Schutz des Publikums. Bei außerbörslicher Ausführung des Auftrags entstehen keine Börsenpreise. Und was noch wichtiger ist: Der Börse wird Liquidität entzogen. Mangelnde Liquidität bedeutet, dass der Börsenpreis die jeweiligen Marktlagen nicht mehr zutreffend widerspiegelt. Er wird anfälliger gegenüber Zufallsschwankungen und Manipulationen.

Der Anleger erhält zwar bei ATS oft die Zusicherung, einen Preis „gleich oder

besser“ als den Börsenpreis zu erhalten. Aber wenn der Börsenpreis wegen mangelnder Liquidität verfälscht ist, dann nützt das wenig. Deshalb muss der Vorrang der Börse – aber nicht der der Parkettbörse - aufrecht erhalten bleiben.

g) Angaben zu Verkaufsbeschränkungen

Bei Neuemission ist es hin und wieder üblich, dass die Altaktionäre - oder solche, die größere Pakete übernehmen - sich verpflichten, ihre Aktien eine bestimmte Zeit lang (etwa 6 oder 9 Monate) nicht zu veräußern, um die Einführung der neuen Aktien zu erleichtern.

Im Neuen Markt, wo solche sogenannten lock up-Vereinbarungen häufiger waren, wurde diese Verpflichtung vom Emittenten zwar eingegangen, aber von den Aktionären nicht immer eingehalten. Die Börse hatte, da sie keine vertraglichen Beziehungen zu den Aktionären hatte, keine Handhabe, die Einhaltung der lock

up-Vereinbarung zu überprüfen bzw. zu erzwingen.

Wertpapiere wurden dann entgegen bestehenden Vereinbarungen vorzeitig verkauft, während private Anleger im Vertrauen auf die Gültigkeit der Abreden ihre Aktien hielten.

Der Gesetzgeber hat hieraus Konsequenzen gezogen. Im § 32 Abs. 1 Nr. 2 (= amtlicher Markt) bzw. § 51 Abs. 1 Nr. 2 (= geregelter Markt) Börsengesetz ist bestimmt, dass im Börsenprospekt Angaben über Veräußerungsverbote sowie über die Maßnahmen zur Einhaltung dieser Verbote gemacht werden müssen. Dies stellt Transparenz und die Einhaltung der Vereinbarungen sicher.

h) Elektronische Handelssysteme und börsenähnliche Einrichtungen

Im Zuge der Beratungen über den Regierungsentwurf zum 4. Finanzmarkt-

förderungsgesetz wurde auch ein neuer Abschnitt 5 in den Entwurf eingefügt, der sich mit elektronischen Handelssystemen und börsenähnlichen Einrichtungen befasst.

Es wurde eine neue Bestimmung eingeführt, nach der der Betreiber von elektronischen Handelssystemen, die nicht über eine Börsengenehmigung verfügen, dieses der Börsenaufsicht anzuzeigen haben (§ 58 Börsengesetz).

Erfasst werden sowohl multilaterale Systeme mit Marktplatzfunktionen als auch bilaterale Kontrahentensysteme. Überwacht werden aber nur Systeme mit Marktplatzfunktion, bei denen eine Vielzahl von Angebot und Nachfrage zusammenlaufen mit dem Ziel, Vertragsabschlüsse unter mehreren Marktteilnehmern innerhalb des Systems zusammen zu führen. Diese Systeme sind materiell mit Börsen im traditionellen Sinne vergleichbar. Sie werden als „börsenähnlich“ bezeichnet (§ 59 Börsengesetz).

Diese Systeme haben bestimmte Verpflichtungen zu erfüllen, z.B. hinsichtlich der organisatorischen Vorkehrungen zum Betrieb, zu den Kontrollverfahren zur Verhinderung von Manipulationen und zu Regeln über die Veröffentlichung von Preisen. Die Einhaltung wird von der Börsenaufsicht überwacht.

Mit dieser Bestimmung, die zunächst harmlos aussieht, wird Neuland betreten. Erstmals regelt das Börsengesetz nämlich auch Einrichtungen, die keine Börsen sind, sondern nur „börsenähnlich“.

i) Zusammenfassung

Fassen wir die Änderungen im Börsengesetz noch einmal kurz zusammen:

- Zur Klarstellung wird die Pflicht des Börsenträgers eingeführt, die zur Durchführung des Börsenbetriebs

erforderlichen Mittel zur Verfügung zu stellen.

- Es wurde eine Inhaberkontrolle eingeführt, nach der bedeutende Beteiligungen an Börsen anzuzeigen sind.
- Wertpapierzulassung und Preisfeststellung wurden entkoppelt.
- Die Marktsegmente wurden neu geordnet und die Möglichkeit geschaffen, durch zusätzliche Anforderungen weitere Teilsegmente einzurichten.
- Der Vorrang des Präsenzhandels wurde durch den Vorrang des Börsenhandels ersetzt.
- Vereinbarungen über Verkaufsbeschränkungen und Maßnahmen zu ihrer Einhaltung sind im Prospekt zu veröffentlichen.
- Börsenähnliche Einrichtungen sind anzuzeigen und haben bestimmte Verpflichtungen zur Organisation und Betrieb einzuhalten.

Im Verlauf der parlamentarischen Beratung stellte sich heraus, dass die Länder erhebliche Einwände haben. Mit diesen hatten wir beim Wertpapierhandelsgesetz gerechnet, das - wie wir noch sehen werden - stark in die Zuständigkeit der Länder eingreift - , nicht aber beim Börsengesetz, das im Vorfeld intensiv mit den Vertretern der Länder erörtert wurde.

Dennoch sind auch beim Börsengesetz viele Kritikpunkte des Bundesrates neu hinzugekommen, die zum Teil problematisch und genau zu prüfen waren. Hierfür war am Ende der Legislaturperiode keine Zeit mehr.

Der Bundestag hat deshalb bei Verabschiedung des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes eine EntschlieÙung mit verabschiedet, in der die Bundesregierung aufgefordert wird, zusammen mit den Ländern das komplizierte Verhältnis von Börsenaufsicht zu dem privatrechtlichen Börsenträger und der öffentlichen Börse zu

prüfen und ggf. Vorschläge in der nächsten Legislaturperiode vorzulegen.

4. Änderungen im Wertpapierhandelsgesetz

Die Änderungen im WpHG haben insbesondere zum Ziel, den Anlegerschutz durch verbesserte Transparenz und durch Erhöhung der Marktintegrität zu stärken.

Die vom Gesetzgeber beschlossenen Änderungen sehen insbesondere folgende Neuerungen vor:

a) Anpassung der Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität

Die Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität dienen der Herstellung funktionsfähiger und transparenter Kapitalmärkte. Insbesondere soll durch die Verpflichtung zur unverzüglichen Veröffentlichung von Tatsachen, die für den Kurs eines Wertpapiers von erheb-

licher Bedeutung sein können, möglichen Insidern das Handwerk gelegt werden.

Die sog. Ad-hoc-Meldungen wurden jedoch oftmals zu anderen Zwecken missbraucht. Die Meldungen der Emittenten wurden manchmal zu Werbezwecken benutzt; die eigentliche kursrelevante Information war vor lauter Reklame fast nicht mehr zu erkennen.

Und manchmal wurden in Ad-hoc-Meldungen auch die kursrelevanten Informationen durch Phantasie-Kennzahlen verschleiert. In einem Fall wurde z.B. eine Gewinnverschlechterung durch die Kennzahl „Ergebnis vor Marketing“ vertuscht. Viele Unternehmen hätten Gewinne, wenn sie die Marketingkosten nicht berücksichtigen müssten.

Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel hatte in der Vergangenheit wiederholt an die Emittenten appelliert, solche

missbräuchlichen Praktiken zu unterlassen
- in vielen Fällen vergeblich.

Im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz wurde deshalb in § 15 WpHG die Bestimmung aufgenommen, dass die genutzten Kennzahlen im Geschäftsverkehr üblich sein müssen und dass sonstige Angaben, die nicht kursrelevant sind, auch nicht in den Ad-hoc-Meldungen veröffentlicht werden dürfen.

Werden falsche Meldungen veröffentlicht, sind sie unverzüglich zu berichtigen.

b) Schadenersatznorm bei Ad-hoc-Verstößen

Im Zusammenhang mit der Novellierung der Bestimmungen über Ad-hoc-Meldungen wurde auch eine eigene Schadenersatznorm bei falschen Ad-hoc-Meldungen neu eingeführt. Nach den neuen § 37b und § 37c WpHG haben Anleger gegen den verantwortlichen Emittenten einen Schadenersatzanspruch, wenn sie durch die unter-

lassene oder verspätete Veröffentlichung oder die unrichtige Behauptung potentiell kurserheblicher Tatsachen einen Schaden erlitten haben.

Die neuen Regeln beheben den Mangel, dass bislang die Anleger nur unzureichend bei Ad-hoc-Missbräuchen geschützt waren.

Die neuen Regeln sind aber problematisch, was bei der Formulierung durchaus bekannt war. Der Anleger muss nämlich gegen den Emittenten klagen, also gegen das Unternehmen, an dem er selbst beteiligt ist, d.h. er klagt gewissermaßen gegen sein eigenes Unternehmen. Wenn dies viele machen, ist dies ein In-sich-geschäft und keiner gewinnt, wenn das Unternehmen finanziell Schadenersatz leisten muss.

Die Schadenersatznorm war deshalb nur als ein erster Schritt gedacht, dem weitere folgen müssen. Ich komme darauf zurück.

c) Mitteilungen der Geschäfte des Managements in eigenen Aktien

Eine wichtige Neuerung enthält § 15a WpHG. Hierdurch werden Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder verpflichtet, ihre Geschäfte in Aktien ihres Unternehmens unverzüglich mitzuteilen. Meldepflichtig sind Geschäfte in Aktien, Wandelanleihen und Optionsscheinen. Von der Mitteilungspflicht sind auch betroffen Ehepartner, eingetragene Lebenspartner und Verwandte ersten Grades. Sie sehen, wir haben uns wirklich Gedanken gemacht.

Diese Geschäfte sind eine wichtige Information für die anderen Anleger. Man kann z.B. sehen, wenn ein Vorstandsmitglied sich aus dem Unternehmen zurückziehen will. Vielleicht hat er Kenntnis von Geschäftsverschlechterungen? Vielleicht will er sein Geld rechtzeitig in Sicherheit bringen, während andere, die nicht den

Einblick in das Unternehmen haben, das Nachsehen haben?

Der Informationsvorsprung der Manager soll mit der neuen Vorschrift abgebaut werden.

Natürlich sollen nur die Geschäfte gemeldet werden müssen, die marktrelevant sind. Wenn das Vorstandsmitglied lediglich etwas Geld braucht, um der neuen Freundin ein Auto zu kaufen, ist dies für andere uninteressant. Der Gesetzgeber hat deshalb eine Bagatellgrenze von 25.000 € innerhalb von 30 Tagen eingeführt. Dieser Betrag ist hoch genug, damit für den Markt nicht relevante Geschäfte auch nicht veröffentlicht werden. Und er ist niedrig genug, damit wichtige Informationen auch bekannt geben werden.

Die Geschäfte müssen dem Emittenten und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht unverzüglich mitgeteilt werden. Der Emittent hat die Meldung auf

seiner Homepage oder im Börsenpflichtblatt bekannt zu geben.

d) Kurs- und Marktpreismanipulation

Die wohl wichtigste Änderung im WpHG war die Einfügung der Vorschrift zur Kurs- und Marktpreismanipulation. Ich will deshalb näher auf die Einzelheiten eingehen:

Ursprünglich waren die Bestimmungen zum Manipulationsverbot im alten § 88 Börsengesetz. Die Länder waren für die Überwachung zuständig, wobei offen blieb, welche Länderbehörde im Einzelnen damit befasst war.

Die alte Vorschrift kam praktisch nicht zur Anwendung. Die Gründe waren hauptsächlich:

- Voraussetzung für die Vorschrift war der Nachweis, dass die Manipulation zur Einwirkung auf den Preis erfolgte, d.h. es

musste die Absicht oder der Vorsatz nachgewiesen werden, was praktisch unmöglich war.

- Es war eine reine Strafvorschrift. Eine flexibel handhabbare Bußgeldvorschrift bestand nicht.
- Die Manipulationstatbestände waren unpräzise definiert.
- Es fehlte eine klare Zuständigkeitsvorschrift.

Die Unzulänglichkeiten waren bekannt.

Eine Lösung war nicht in Sicht. Der Bundestag hatte deshalb im Juni 1997 bei der Verabschiedung des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes in einer EntschlieÙung die Bundesregierung gebeten, die Vorschriften des § 88 zu überprüfen und zusammen mit den Ländern eine Neufassung vorzulegen.

Die Verhandlungen waren mühsam und zogen sich hin. Es erwies sich insbesondere als schwierig,

- die Manipulationstatbestände in Gesetzessprache genau zu definieren,
- eine kompetente Behörde zur Verfolgung von Manipulationen zu bestimmen; dies galt insbesondere für den Fall, dass Manipulationen von Standorten in Nicht-Börsenländern oder aus dem Ausland vorgenommen wurden,
- ein Bußgeldtatbestand zu schaffen, um auch Manipulationsfälle, in denen die Absicht nicht nachweisbar ist, zu erfassen,
- die Vorschrift so weit wie möglich an die künftige EU-Richtlinie Marktmissbrauch, die parallel in Brüssel verhandelt wurde, anzupassen.

Das Problem der Zuständigkeit, die auf die Frage einer Verlagerung der Zuständigkeit von den Ländern auf den Bund hinauslief, wurde auf Beamtenenebene zunächst ausgeklammert. Hierfür war eine politische Entscheidung notwendig.

Folgendes Modell wurde am Ende ausgearbeitet:

- Die Manipulationstatbestände wurden soweit wie möglich präzisiert.
- Da dies nur bedingt möglich war, wurde die Möglichkeit vorgesehen, die näheren Einzelheiten in einer Verordnung des Bundes, die der Zustimmung des Bundesrates bedarf, festzulegen. Dies gilt sowohl für die Manipulationstatbestände wie auch für die Geschäftspraktiken, die erlaubt werden sollten, z.B. Kurspflege im Zusammenhang mit Neuemissionen.
- Es wurde ein Bußgeldtatbestand geschaffen: Strafrecht ist anzuwenden, wenn die Manipulation zur tatsächlichen Einwirkung auf den Börsenpreis geführt hat. Wird manipuliert, zeigt der Börsenkurs sich aber hiervon unbeeindruckt, kann ein Bußgeld von immerhin 1,5 Mio. € verhängt werden.

Exkurs:

Für die Zeitungsleser unter Ihnen ein kurzer Hinweis: Der Unterschied ist gerade Gegenstand eines Gerichtsverfahrens gegen die beiden Haffa-Brüder von EM-TV. Hat die Tatsache, dass schlechte Nachrichten nicht veröffentlicht wurden, den Kurs beeinflusst oder nicht? Der Kurs blieb ja unverändert, eben weil keine Meldung erfolgte. Und außerdem sagt ein Gutachter, es gäbe viele Faktoren, die auf den Kurs einwirken, nicht nur das Verschweigen einer Tatsache. Welche Ursache ist nun ursächlich?

Es dürfte eine schwierige Entscheidung des Gerichts werden.

- Es wurden die Eingriffsbefugnisse der Aufsichtsbehörde bestimmt, z.B. im Hinblick auf das Betreten von Geschäfts-

räumen, das Auskunftsverlangen und ähnliches.

- Die Frage, welche Behörde zuständig sein sollte, war lange umstritten. Für eine Übertragung der Aufgabe auf den Bund, d.h. auf die BAFin, sprachen insbesondere folgende Gründe:
 - Erstens waren die Länderaufsichtsbehörden - mit Ausnahme von Hessen - oftmals personell nicht in der Lage, die Aufsicht wahrzunehmen.
 - In Nicht-Börsenländern gab es überhaupt keine Aufsichtsbehörden. Manipulationen konnten aber auch von hier aus gestartet werden.
 - Die EU-Richtlinie Marktmissbrauch, die parallel in Brüssel verhandelt wurde, sieht vor, dass jeder Mitgliedstaat nur eine einzige Behörde mit der Aufsicht betrauen darf, um die Zusammenarbeit in Europa zu erleichtern.

Am Ende ist auch der Bundesrat dem Vorschlag der Bundesregierung zur Verlagerung der Zuständigkeit auf die BAFin gefolgt.

Die Verordnung nach § 20a ist im Augenblick in Arbeit.

e) Neufassung des Rechts der Termin-
geschäfte

Die im Börsengesetz und im BGB enthaltenen Regelungen zu Termin-
geschäften wurden im Abschnitt 8 des
WpHG (§ 37 d-g) neu geregelt. Früher
bestand Rechtsunsicherheit, was überhaupt
ein Termingeschäft ist und über das damals
unklare Verhältnis von § 764 BGB in
Verbindung mit § 762 (= Spiel) und den
börsenrechtlichen Regelungen in § 50 ff.
Börsengesetz.

Die Neuregelung erfolgte aus rechts-
systematischen Überlegungen im WpHG.

Die Definition wurde einheitlich geregelt: Finanztermingeschäfte sind Derivate und Optionsscheine (§ 2 Abs. 2 a WpHG). Die Aufklärungsfristen wurden neu gefasst. Sie gelten für börsliche und außerbörsliche Termingeschäfte. Der Anleger ist insbesondere über die mit Termingeschäften verbundenen Risiken schriftlich zu informieren. Die Beweislast obliegt dem anbietenden Unternehmen. Hat ein Unternehmen gegen seine Informationspflichten verstoßen, ist es schadenersatzpflichtig.

Der Einwand nach § 762 BGB, nach dem Termingeschäfte Spiele seien, die keine Verbindlichkeit begründen, entfällt.

f) Organisierte Märkte des Auslands

Früher konnten ausländische Börsen ihre Handelsbildschirme in Deutschland aufstellen, ohne ein Genehmigungsverfahren zu durchlaufen. Eine vergleichbare Freizügigkeit bestand für deutsche

Börsen im Ausland nicht. In der Regel ist dort ein Genehmigungsverfahren erforderlich.

Mit dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz ist eine vergleichbare Regelung auch in Deutschland eingeführt worden. Der neue Abschnitt 10 sieht vor, dass das Aufstellen von Bildschirmen ausländischer Börsen in Deutschland anzuzeigen ist.

Im Fall ausländischer Börsen aus Drittländern bedarf es zusätzlich einer Erlaubnis nach § 37 i WpHG. Die Erlaubnis ist zu untersagen, wenn die Überwachung der Börse bzw. der Anlegerschutz nicht mit dem deutschen Recht gleichwertig ist.

Das Aufstellen von Bildschirmen ausländischer Börsen aus EU-Mitgliedstaaten ist genehmigungsfrei. Die Bildschirme sind nur anzeigepflichtig.

g) Wohlverhaltenspflichten für Finanzanalysten

Mit dem Kursverfall am Neuen Markt setzte auch eine Diskussion über die Rolle der Wertpapieranalysten ein. Die öffentliche Kritik warf ihnen Fehlverhalten und Fehltritte vor, denen zahlreiche Anleger gefolgt sind und oft ihr Geld verloren haben. Als Reaktion wurde im Mai 2001 ein Diskussionspapier für einen Kodex für anlegergerechte Kapitalmarkt-kommunikation vorgelegt. Die Bundesregierung entschied sich jedoch für eine gesetzliche Regelung, um eine wirksame Durchsetzung sicherzustellen.

Der neue § 34 b WpHG sieht die Einführung bestimmter Verhaltensregeln für die Wertpapieranalyse vor. Danach sind die Analysen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit vorzunehmen. Interessenkonflikte sind offenzulegen.

Erfasst von der Regelung werden nur Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne des § 2 Abs. 4 WpHG und die mit ihnen verbundenen Unternehmen. Andere Analysten oder Journalisten werden von der Regelung nicht erfasst.

h) Verjährungsfristen

Die damals bestehenden Verjährungsfristen hatten sich als problematisch erwiesen:

Bei der Prospekthaftung hatte sich die Frist von 6 Monaten, ab Kenntnis der Unrichtigkeit des Prospekts, als zu kurz erwiesen. In 6 Monaten lassen sich die Prozessrisiken nur schwer abschätzen und die notwendigen Beweise heranschaffen.

Eine Neuordnung war deshalb geboten. Sie musste in Einklang mit dem im BGB Ende 2001 neu geregelten Schadenersatzrecht, das Fristen bis zu 30 Jahren vorsah, zumindest kompatibel sein, aber auch den

Besonderheiten des Kapitalmarkts und seiner Schnellebigkeit Rechnung tragen.

Der Gesetzgeber hat deshalb eine einheitliche Fristenregelung für den Kapitalmarkt beschlossen:

- Die Frist von 6 Monaten ab Kenntnis wurde auf 1 Jahr verlängert.
- In jedem Fall gilt - wie bisher - eine Verjährungsfrist von 3 Jahren ab Veröffentlichung der Meldung bzw. des Prospekts. Danach ist damit zu rechnen, dass die Informationen ohnehin nicht mehr für den Kapitalmarkt relevant sind.

i) Zusammenfassung

Angesichts der Fülle der einzelnen Vorschriften, die auch im WpHG geändert oder neu eingeführt wurden, ist eine kurze Auflistung der wichtigsten Punkte sinnvoll:

- Die Ad-hoc-Vorschriften wurden überarbeitet, um Missbrauch (Werbung) zu vermeiden.
- Es wurde eine eigene Schadenersatznorm eingeführt, die bei falschen Ad-hoc-Meldungen den Anlegern einen Schadenersatzanspruch gegenüber dem Emittenten gibt.
- Manager börsennotierter Unternehmen werden verpflichtet, ihre Geschäfte in Wertpapieren des eigenen Unternehmens ab einem Betrag von 25.000 Euro bekannt zu geben.
- Die Vorschriften zum Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation wurden neu gefasst: Die Zuständigkeit wurde auf die BaFin übertragen.

- Das Recht der Terminmärkte wurde neu geregelt.
- Das Aufstellen von Handelsbildschirmen ausländischer Börsen in Deutschland wurde unter Anzeigepflicht bzw. Erlaubnisvorbehalt gestellt.
- Es wurden Wohlverhaltensregeln für Finanzanalysten eingeführt.
- Und schließlich wurden die Verjährungsfristen neu geregelt.

Das war ein ganz schön umfangreiches Programm.

IV. Ausblick

Mein Vortrag nähert sich allmählich dem Ende. Der sehr wohl schwierigste Teil steht aber uns noch bevor. Ich möchte einen Ausblick auf die vor uns liegende Legislaturperiode wagen. Und Sie bitte ich, mir bei diesem Wagnis zu helfen.

1. Die Situation im Frühjahr 2002

Doch zunächst ein kurzer Blick auf die damalige Situation im Frühjahr 2002:

Einerseits hatte der Gesetzgeber umfangreiche Reformen im Finanzmarkt beschlossen, die breite Anerkennung gefunden haben:

- Die Bundesbankorganisation wurde nach Einführung des Euro neu geordnet, um eine stabilitätsgerechte, effiziente Geldpolitik zu gewährleisten.

- Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz schützt die Minderheitsaktionäre bei Unternehmensübernahmen.
- Die drei Aufsichtsämter des Bundes wurden in einer machtvollen Aufsichtsbehörde für Finanzdienstleistungen zusammengefasst, die die Durchsetzung der aufsichtsrechtlichen Vorgaben sicherstellt.
- Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz mit mehr als 100 einzelnen Änderungen war in Kraft. Wir haben gesehen, wie sehr man sich um Rechtssicherheit, Anlegerschutz und Markteffizienz bemüht hatte.

Die Finanzmarktgesetzgebung hatte das Ihre getan.

Andererseits war der Finanzmarkt aber in einer tiefen Krise. Seitdem ist die Lage nicht besser geworden. Die Ursachen sind vielfältig, interdependent und nicht

von der Finanzmarktpolitik zu verantworten.

Als Gründe der Krise sind zu nennen:

- Erstens das Platzen einer beispiellosen Spekulationsblase, die im Nachhinein fast unwirklich zu sein scheint.
- Zweitens erschütterten betrügerische Bilanzmanipulationen das Vertrauen der Anleger, insbesondere in den USA, in kleinerem Umfang aber auch in Deutschland. Als Stichworte nenne ich Enron, Comroad.
- Drittens geriet die Weltwirtschaft ins Stocken. Rückläufiges Wachstum, hohe steigende Arbeitslosigkeit und Rezessionsangst belasteten schwer.
- Und schließlich die weltpolitische Lage; vor allem der Irak- und Afghanistan-Konflikt erschütterten die Finanzmärkte.

In dieser Lage stellte sich für die Finanzmarktpolitik die Frage nach den Handlungsalternativen.

In zwei Richtungen sah man Handlungsbedarf:

- Erstens galt es, die Corporate Governance der Wirtschaft zu verbessern, um deutsche Unternehmen für den internationalen Wettbewerb zu rüsten und das Vertrauen der Anleger bei Investitionen in Aktien deutscher Emittenten zu stärken.

Die Regierungskommission Corporate Governance unter Leitung von Prof. Baums hatte im Sommer 2001 einen umfangreichen Bericht mit zahlreichen Empfehlungen vorgelegt, der umzusetzen war.

Seit Anfang 2002 gibt es in Deutschland einen Kodex für Corporate

Governance, der breite Anerkennung gefunden hat.

Das BMF, das BMJ und das BMWA gründeten deshalb im Sommer 2002 eine interministerielle Arbeitsgruppe „Unternehmensintegrität und Anlegerschutz“. Ein Aktionsprogramm mit 10 Reformvorhaben wurde im September 2002 veröffentlicht. Darin sind auch börsen- und wertpapierrechtliche Vorschläge enthalten.

Die zuständigen Beamten sind derzeit dabei, die Eckpunkte für die Umsetzung auszuarbeiten.

- Zweitens galt es, die Reformpolitik im Börsen- und Wertpapierrecht fortzusetzen. Die Überlegungen hierzu mündeten in einen Finanzmarktförderungsplan 2002 bis 2006, dessen Eckpunkte der Bundesfinanzminister im September 2002 bekannt gab. Die bör-

sen- und wertpapierrechtlichen Vorschläge sind auch in dem 10-Punkteprogramm enthalten.

Beide Vorhaben sind eng miteinander verknüpft und parallel zu sehen.

Ich möchte die börsen- und wertpapierrechtlichen Vorschläge vorstellen als meinen Beitrag zum Ausblick auf die vor uns liegende Legislaturperiode.

2. Börsengesetz

Im Börsengesetz müssen die begonnenen Reformen fortgesetzt werden. Drei wichtige Bereiche stehen zur Diskussion, wobei aber offen ist, ob und wie sie umgesetzt werden.

a) Börsenorganisation

Erstens ist zu fragen, ob die öffentlich-rechtliche Organisationsform der Börsen noch zeitgemäß ist und den Ansprüchen der heutigen Kapitalmärkte, insbesondere

im Hinblick auf die Schaffung eines gemeinsamen Marktes für Finanzdienstleistungen in Europa genügt.

Das Börsenreformgutachten des Max-Planck-Instituts von 1997 hatte schon damals für die Einführung privatrechtlicher Organisationsformen plädiert. Dies sollte insbesondere die deutschen Börsen im internationalen Wettbewerb stärken und ihnen ermöglichen, flexibel auf die Herausforderungen in Europa zu reagieren.

Für das Ausland ist unsere Unterscheidung zwischen öffentlichem und privatem Recht angeblich schwer zu verstehen. Die Aufteilung in öffentlich-rechtliche Börsen und privatrechtlichen Börsenträger sei zu kompliziert und ein Nachteil für den Finanzplatz Deutschland.

Der deutsche Juristentag befürwortete im September 2002 eine Regelung, den Börsen auch eine privatrechtliche Organisationsform zu erlauben.

Andererseits ist aber auch zu bedenken, dass mit dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz schon „börsenähnliche Einrichtungen“ auf privatrechtlicher Basis erlaubt sind, die nahezu die gleichen Funktionen wie die eigentlichen Börsen ausüben. Ist dann überhaupt eine private Börse notwendig?

Und im Übrigen: Die öffentlich-rechtliche Organisation hat durchaus auch Vorteile, z.B. bei der Durchsetzung der Börsenordnung, in der die Pflichten der Börsenteilnehmer bestimmt sind. Was macht nun eine privatrechtliche Börse, wenn der Emittent seinen Verpflichtungen nicht nachkommt, z.B. wie im Fall der - privatrechtlich vereinbarten - Bestimmungen im neuen Markt.

Hier hätte eine öffentlich-rechtliche Börsenordnung Vorteile, bei der die Umsetzung per Verfügung beschlossen werden kann.

Also doch bei der öffentlich-rechtlichen
Börse bleiben?

b) Zentralisierung der Börsenaufsicht

Ein sehr heikler und politisch umstrittener Punkt ist die Frage der Zentralisierung der Börsenaufsicht, die heute im Wesentlichen bei den Ländern liegt und nur in bestimmten Bereichen der BAFin obliegt (Meldepflicht, Wohlverhaltensregeln, Verbot von Insidergeschäften und Kursmanipulationen).

- Das Börsenreformgutachten von 1997 spricht sich für eine Zentralisierung aus, da die Zersplitterung der Aufsicht die Wirksamkeit beeinträchtigt.
- Der deutsche Juristentag empfahl im September 2002 mit 2/3-Mehrheit, die dezentrale Länderaufsicht über Börsen durch eine bundeseinheitliche Aufsicht zu ersetzen.

- Der Bundesminister der Finanzen erklärte im Dezember 2002 in seiner Haushaltsrede, es dürfe im Hinblick auf Europa nur eine Aufsicht in Deutschland geben.
- Und schließlich: Das Gutachten von Prof. Spahn, das die hessische Aufsicht in Auftrag gegeben hatte, kommt zu dem Ergebnis, dass die Zersplitterung der Aufsicht ein Wettbewerbsnachteil für den Finanzplatz Deutschland sei.

Auf der anderen Seite berührt die Zentralisierung der Aufsicht im Kern auch den föderativen Aufbau unseres Staates.

Es wird intensiver Gespräche bedürfen, dieses Problem zu lösen.

c) Verhältnis Börsenaufsicht zu Börse und Börsenträger

Sie erinnern sich, dass ich vorhin kurz erwähnte, dass der Bundestag bei Verabschiedung des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes in einer EntschlieÙung die Bundesregierung gebeten hatte, zusammen mit den Ländern das Verhältnis Börsenaufsicht zu öffentlich-rechtlicher Börse und privatrechtlichem Börsenträger zu prüfen und ggf. Vorschläge zur Verbesserung zu machen.

In diesem Zusammenhang ist z.B. der Vorschlag zu prüfen, nach dem die Aufsicht Satzungen oder Beschlüsse des Börsenträgers - z.B. der Beschluss einen Teil des Börsenhandels in London abzuwickeln - zu genehmigen hat. Hier trifft öffentliches und privates Recht aufeinander.

Die Länder haben eine Reihe von weiteren Vorschlägen mehr rechtstechnischer Art, die wir gewissenhaft prüfen müssen.

3. Wertpapierrechtliche Vorstellungen

a) Einführung einer persönlichen Haftung von Managern gegenüber Anlegern

Mit dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz wurde unter anderem eine Rechtsgrundlage für Schadenersatzansprüche von Anlegern gegenüber dem Emittenten bei falschen Ad hoc-Mitteilungen eingeführt. Dies war etwas problematisch, unter anderem da der Anleger gegenüber seinem eigenen Unternehmen klagen muss.

Es ist deshalb zu überlegen, ob die Anspruchsgrundlage in mehrfacher Hinsicht erweitert werden soll:

- Erstens könnte eine Anspruchsgrundlage für Schadenersatz gegenüber dem

verantwortlichen Manager eingeführt werden. Die Baums-Kommission vom Sommer 2001 hatte dies vorgeschlagen. Damit würde der in die persönliche Haftung genommen werden, der für die Falschmeldung verantwortlich ist.

- Zweitens könnte überlegt werden, die Ansprüche auf weitere Kapitalmarktinformationen auszudehnen, da Aussagen in Pressemitteilungen, Reden usw. ähnlichen Informationsgehalt haben wie Ad hoc-Mitteilungen. Aber wo ist die Grenze?
- Drittens könnte man daran denken, nicht nur die verantwortlichen Manager des jeweiligen Unternehmens in die Haftung zu nehmen, sondern auch andere, die falsche Informationen über ein Unternehmen verbreiten, z.B. Analysten oder Journalisten. Wie problematisch dies ist, brauche ich nicht näher zu erläutern.

b) Weiterentwicklung der Wohlverhaltensregeln für Finanzanalysten

Im 4. Finanzmarktförderungsgesetz wurde eine Vorschrift über Wohlverhaltensregeln und Transparenz für Finanzanalysten eingefügt. In der Diskussion der letzten Monate hatte diese Bestimmung eine große Resonanz gefunden.

Die Regeln gilt es zu überprüfen, inwieweit sie den Erwartungen entsprechen. Sollen z.B. Finanzanalysten grundsätzlich selbständig sein, um keine Verbindung zu den Wertpapierabteilungen von Finanzdienstleistern zu haben? Oder genügt eine „chinese-wall“?

Wir werden es prüfen müssen.

c) Grauer Kapitalmarkt

Der Graue Kapitalmarkt ist unserer Definition nach der nicht spezial-gesetzlich geregelte Teil des Kapitalmarktes. Die Grenzen zu legalen und rechtlich fragwürdigen Geschäften sind fließend. Die Transparenz ist erschreckend gering, die Verluste insbesondere unerfahrener Anleger sehr hoch.

Die Bundesregierung hatte im September 1999 dem Bundestag einen Bericht zum Grauen Kapitalmarkt vorgelegt und eine Reihe von Vorschlägen gemacht.

Der wichtigste war die Einführung einer Prospektpflicht für alle öffentlich angebotenen Beteiligungen. Eine solche Prospektpflicht würde den Anlegern ein Mindestmaß an Transparenz und Informationen geben, insbesondere über das Unternehmen, seine Geschäftspolitik,

seine finanzielle Lage, Gewinnaussichten
usw.

Damit würde zumindest ein Teil der
unseriösen Geschäftspraktiken
ausgeräumt, die bisher den Anlegern hohe
Verluste brachten.

V. Schlussbemerkung

Wir haben einen weiten Bogen gespannt von der Mitte der 80er Jahre, als der Finanzplatz Deutschland noch nicht voll entwickelt war, bis heute. Wir haben gesehen, welche gesetzgeberischen Reformen umgesetzt wurden. Und dennoch sind wir nicht am Ende unserer Arbeit. Das Programm der nächsten dreieinhalb Jahre habe ich bereits skizziert.

Ein Aspekt wird vor allem sichtbar. Die Finanzpolitik ist tatsächlich ein „ongoing process“, eine Aufgabe, die nie zu Ende geführt werden kann. Die gesetzgeberischen Rahmenbedingungen und das rechtliche Umfeld ändern sich ständig. Dementsprechend müssen sich die unternehmerischen Entscheidungen der Marktteilnehmer und das Börsen- und Wertpapierrecht ändern.

Wissenschafts- und Forschungsinstitute wie das Institute for Law and Finance spielen hierbei eine prominente Rolle. Der Gesetzgeber

ist darauf angewiesen, die richtigen Informationen über die Finanzmärkte und entsprechende Vorschläge und Empfehlungen zu erhalten.

Ich bin auch deshalb gern Ihrer heutigen Einladung gefolgt, hier im Institut über deutsche Finanzmarktpolitik zu sprechen, um den Dialog zwischen Wissenschaft und Praxis fortzuführen. Ich bin sicher, er wird für beide ein Gewinn sein.

Ich wünsche dem Institut für seine schwere Aufgabe, um die Sie wohl keiner beneidet, viel Glück und Erfolg.

WORKING PAPERS

- 1 Andreas Cahn Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und
Rechtsschutz Betroffener

- 2 Axel Nawrath Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele
und Aufgaben der Politik, insbesondere des
Bundesministeriums der Finanzen

- 3 Michael Senger Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12
Abs. 1 KWG

- 4 Georg Dreyling Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung
des Finanzplatzes Deutschland



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT