

## Regulierung von Wertpapiermärkten: Internationale Ansätze

Das organisierte Zusammentreffen von Nachfragern und Anbietern auf Wertpapiermärkten dient drei wichtigen Funktionen: der Preisfindung, der Liquiditätsbereitstellung und der Verringerung von Such- und Informationskosten. Bei vollkommenen Märkten und perfektem Wettbewerb lassen sich Eingriffe in das Marktgeschehen wohlfahrtstheoretisch nicht begründen, wohl aber, wenn von diesen Bedingungen abgewichen wird. Rechtfertigungen derartiger Regulierungen sind der Anlegerschutz, die Stärkung der Funktionsfähigkeit der Märkte sowie die Gewährleistung systemischer Stabilität.

Notenbanken sind insbesondere wegen ihrer Kernaufgaben – Gewährleistung der Kaufkraft- sowie der Finanzstabilität – an Fragen der Regulierung der Wertpapiermärkte interessiert. In einer globalisierten Welt steht Regulierung einerseits im (Finanzstandort-) Wettbewerb, andererseits erfolgt sie zunehmend in internationaler Kooperation. In der Europäischen Union ist sie der Schaffung eines Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen verpflichtet.

Dieser Aufsatz diskutiert Begründungen für Regulierung und beschreibt Prinzipien, Formen und Entwicklungstendenzen der Wertpapiermarktregulierung. Er gibt zudem einen Überblick über wichtige nationale und internationale Akteure der Regulierung im Wertpapiersektor.

## Begründungen für Regulierung

### *Ziele einer Regulierung*

Sofern Wertpapiermärkte die ihnen zugeordneten Funktionen (Ermittlung eines gleichgewichtigen, das heißt markträumenden Preises; Bereitstellung von Verkaufs- oder Kaufmöglichkeiten, also Liquidität; Verringerung von Transaktionskosten) auf effiziente Weise, mithin zu niedrigst-möglichen Kosten, erfüllen, gibt es keine – jedenfalls keine ausschließlich wohlfahrtstheoretische – Rechtfertigung für eine öffentliche Intervention. Die herkömmliche Begründung für Regulierung beruht deshalb darauf, dass der Austausch an Wertpapiermärkten zu externen Effekten (bei nicht Beteiligten und deshalb auch nicht berücksichtigten Dritten) führt, dass aus marktstrukturellen Gründen (Zahl und Größe der Anbieter, Größenvorteile, Netzwerkeffekte) sowie wegen ungleich verteilter Informationen ein öffentliches Interesse am Schutz der davon möglicherweise nachteilig Betroffenen vorliegt. In diesem Lichte dient die Regulierung und Beaufsichtigung der Wertpapiermärkte dem Anlegerschutz, der Gewährleistung und Wahrung eines funktionsfähigen Wettbewerbs sowie dem Verhindern von möglichen Systemrisiken.

Märkte, die ihren Funktionen der Preisfindung und der Sicherstellung der Handelsmöglichkeit unter Wettbewerbsbedingungen genügen, begünstigen – im Wettbewerb mit den Finanzinstitutionen – eine effiziente Kapitalallokation. Folglich werden die wirtschaftlichen Ressourcen zweckgerecht eingesetzt und die Risiken bei denen platziert, die sie am besten tragen können. Im Ergebnis kann das Wachstums- und Beschäftigungspotenzial

einer Volkswirtschaft optimal ausgeschöpft werden.

Für die Allokationseffizienz ist insbesondere die Rolle der Märkte bei der Preisentdeckung bedeutsam: Unter optimalen Bedingungen spiegeln sich in jenem Preis, der Angebot und Nachfrage nach Finanzaktiva zum Ausgleich bringt, alle für dessen Einschätzung relevanten Informationen. Insofern alle Marktakteure Preisnehmer sind, das heißt keine Marktmacht besitzen, und es auch für alle Güter beziehungsweise Umweltzustände Märkte gibt, vermag die dezentrale Steuerung über relative Preise eine optimale Koordination aller Aktivitäten zu bewirken. Es ist keine andere Ressourcenzuordnung vorstellbar, die Konsumenten oder Produzenten besser stellen würde, ohne für einen der Beteiligten nachteilig zu sein.

Tatsächliche Märkte sind allerdings nicht in diesem Ausmaß perfekt: In ihnen ist Informationsbeschaffung und -verarbeitung nicht kostenlos, Transaktionen beanspruchen Ressourcen und Tausch findet auch zu nicht gleichgewichtigen Preisen statt.<sup>1)</sup> Vor allem die beiden ersten Aspekte sind für Wertpapiermärkte bedeutsam. Finanzmärkte – und das Gleiche gilt für Finanzinstitutionen – existieren aber gerade, weil Informationen eben unvollständig sind und weil die Durchführung

*Rolle der  
Märkte*

*Marktvoll-  
kommenheit*

---

<sup>1</sup> Siehe hierzu: T. Gehrig (1993), Intermediation in Search Markets, in: *Journal of Economics and Management Strategy*, S. 97–120, der die Koexistenz von sehr unterschiedlichen Preisfindungsmechanismen in realen Märkten, in denen das Finden von Tauschpartnern Kosten verursacht, erklärt. Er unterscheidet dabei Suchmärkte, in denen die Tauschpartner in direkten Kontakt treten (Häusermärkte, Bazare), und intermedierte Märkte, bei denen Zwischenhändler die Preisfindung organisieren.

der dort stattfindenden Transaktionen nicht kostenlos ist. Die Informationsökonomie, die an den Finanzmärkten ein breites Anwendungsfeld findet, lockert deshalb die rigorosen Annahmen über die Informationsanforderungen und die Vollständigkeit der Märkte.<sup>2)</sup> Sie erlaubt es dadurch, die Folgen von unvollkommenen oder auch fehlenden Märkten sowie ungleich verteilten Informationen zu behandeln. Damit liefert sie eine angemessene Perspektive, um der Regelsetzung für Wertpapiermärkte einen handlungsrelevanten Maßstab zu liefern. Praktisch geht es mithin vor allem darum, im Wege von Regulierung und Aufsicht die Bedingungen dafür zu schaffen, dass die Wertpapiermärkte ihre Vermittlungsrolle effektiv wahrnehmen können – und zwar unter Berücksichtigung der tatsächlichen Charakteristika realer Märkte.

*Sicherstellung  
der Liquidität*

Der Prozess der Preisfindung wird durch liquide Märkte begünstigt. Liquidität steht für die jederzeitige Möglichkeit – zu günstigen Kosten – einen Handelspartner zu finden, das heißt, hohe Beträge zu handeln, ohne den Preis gegen sich zu beeinflussen (der sog. „market impact“: eine nachteilige Kursbewegung auf Grund großer, schnell auszuführender Orders). Liquide Sekundärmärkte ermöglichen es Anlegern, für den Fall eines unerwartet auftretenden Mittelbedarfs, sich kostengünstig von ihren Wertpapieren zu trennen. Liquide Wertpapiermärkte erhöhen damit zugleich die Bereitschaft, in die entsprechenden Papiere überhaupt erst zu investieren. Deshalb bemüht sich die Regulierung vor allem auch darum, die marktstrukturellen Voraussetzungen dafür zu unterstützen, die

tiefe, breite und robuste – kurzum: liquide – Märkte sicherstellen.

Liquide Märkte garantieren allerdings noch nicht, dass der gefundene Kurs auch dem fundamentalen Wert entspricht. Ein Markt vermag also zu sehr niedrigen Kosten Angebot und Nachfrage zum Ausgleich zu bringen – mithin technisch oder operativ effizient zu sein –, ohne dass damit gleichzeitig gewährleistet ist, dass sich im gefundenen Preis alle wirtschaftlich relevanten Einflussfaktoren korrekt widerspiegeln.<sup>3)</sup> Derartige Abweichungen zwischen technisch-operationaler und fundamentaler Effizienz sind zugleich ein Ausdruck potenziell erheblicher Fehlbewertungen, die – bei einer abrupten Rückkehr zu fundamental angemesseneren Bewertungen – auch zu Finanzstabilitätsproblemen führen können.

Zwischen Anlegern und Mittelaufnehmern ungleich verteilte Informationen sind ein systematisches Merkmal von Finanzmärkten. Damit sind jedoch Probleme für deren zweckgerechtes Funktionieren verbunden. Die Veröffentlichungspflichten, denen Emittenten gerade auch an den Primärmärkten (siehe z.B. die von der EU beschlossene Prospektrichtlinie) genügen müssen, sollen Anlegern eine Urteilsbildung erlauben, die ohne derartige Informationen nicht realisierbar wäre. Andererseits ist eine vollständige Transparenz

*Effektive  
Informations-  
verarbeitung*

---

<sup>2</sup> Siehe z. B.: B. Nalebuff und J. Stiglitz (1983), Information, Competition, and Markets, in: American Economic Review, Bd. 73, S. 278–284, oder B. Greenwald, J. Stiglitz und A. Weiss (1984), Informational Imperfections in the Capital Markets and Macroeconomic Fluctuations, in: American Economic Review, Bd. 74, S. 194–199.

<sup>3</sup> Siehe dazu: J. Tobin (1984), On the Efficiency of the Financial System, in: Lloyds Bank Review, S. 1–15.

nicht erreichbar. Sie wäre unter Umständen auch durchaus problematisch: Auf einer individuellen Ebene ist das unmittelbar plausibel. Dies sieht man etwa an den Einwänden, die Sekundärmarkt-Akteure gegen die Veröffentlichung eines konsolidierten Auftragsbuches vorbringen. Das Bekanntwerden der latenten Nachfrage der Anleger würde das Geschäftsmodell von Vermittlern untergraben und könnte gesamtwirtschaftlich eine geringere Liquidität bewirken und damit die Transaktionskosten ebenso wie die Streuung der Preise erhöhen.<sup>4)</sup>

Vermeidung  
von  
Marktmacht

Schließlich weicht die Struktur einer Reihe von Wertpapiermärkten<sup>5)</sup> von wettbewerblichen Idealbedingungen ab: So wird die Börsenlandschaft durch immer weniger und gleichzeitig in ihrer Größe zunehmende Anbieter geprägt. Die Eintrittsbarrieren sind (auf Grund hoher Fixkosten und den daraus folgenden Skalenvorteilen) hoch. Ähnliches gilt für die Infrastrukturen, auf denen die Wertpapiermärkte basieren, etwa die Zahlungs- und Verrechnungssysteme, die der Bereitstellung von Wertpapierdienstleistungen dienen. Auch diese Systeme sind durch erhebliche Fixkostendegression gekennzeichnet. Hinzu kommt, dass ihre Attraktivität im Allgemeinen mit der Zahl und dem Volumen der auf ihnen durchgeführten Transaktionen steigt, das heißt, es liegen Netzwerkexternalitäten vor. Dies begünstigt ebenfalls die Konzentration des Wertpapierhandels auf einige wenige Märkte und Plattformen. Für Börsen ist eine solche Agglomerationstendenz seit langem zu beobachten. Sie hat sich in den meisten Ländern – gerade auch auf Grund von Verbesserungen in den Informa-

tionstechnologien – zu Lasten der regionalen Finanzplätze intensiviert. Diese Technologien erlauben es, kostengünstiger mit informationssensitiven Finanzaktiva umzugehen, führen also zu einer impliziten Standardisierung.<sup>6)</sup>

In der Konsequenz könnten die verbleibenden wenigen Anbieter ihre Marktmacht zu Lasten ihrer Nutzer einsetzen und unter Umständen geringere Anreize für Innovationen und technischen Fortschritt haben.<sup>7)</sup> Positiv wirkt sich jedoch aus, dass durch eine Konzentration der Marktliquidität auf wenige Plattformen die Schnelligkeit der Handlungsausführung gesteigert und die Möglichkeit, große Posten an Wertpapieren zu weitgehend stabilen Preisen zu kaufen oder zu verkaufen, verbessert wird. Die Konzentration auf ein oder nur wenige Netzwerk(e) ist jedoch nicht die einzige Möglichkeit, Größenvorteile zu nutzen. Auch Allianzen und Kooperationen unter diversen Handelsplatzbetreibern können die skizzierten positiven externen Effekte schaffen.<sup>8)</sup> Der Wettbewerb

---

<sup>4</sup> Vgl.: A. Madhavan, D. Porter, D. Weaver (2005), Should Securities Markets be Transparent?, in: Journal of Financial Markets, Bd. 8, S. 266–288.

<sup>5</sup> Hierzu zählen neben den (öffentlich-rechtlichen) Börsen auch andere Märkte für Wertpapiere wie alternative/elektronische Handelsplattformen oder OTC-Märkte, auf denen vor allem institutionelle Investoren Handel betreiben.

<sup>6</sup> Siehe: T. Gehrig, Cities and the Geography of Financial Centers, in: J.-F. Thisse und J.-M. Huriot (Hrsg., 2000), Economics of Cities, Cambridge University Press, S. 415–445.

<sup>7</sup> Zu aktuellen Entwicklungen der Netzinfrastruktur der Wertpapiermärkte in Europa vgl.: Securities trading, clearing, central counterparties and settlement in EU 25 – an overview of current arrangements, Report by London Economics, commissioned by the Competition Directorate General of the European Commission, 30. Juni 2005.

<sup>8</sup> Vgl.: I. Hasan und H. Schmiedel, Do networks in the exchange industry pay off? European evidence, Bank of Finland Discussion Papers, 2/2003.

zwischen den Handelssystemen mehrerer Handelsplätze bietet mögliche Vorteile in Form von niedrigeren Kosten, Handelszeiterweiterungen und einer erhöhten Produktvielfalt. Ziel der Regulierung könnte insofern auch die Sicherung einer robusten Vielfalt sein, die letztlich dem Erhalt von Wettbewerb und der Kontrolle monopolartiger Strukturen dient.

*Begrenzung systemischer Risiken*

Wertpapierregulierung findet zudem in der Begrenzung systemischer Risiken eine Rechtfertigung. Die realwirtschaftlichen Schäden derartiger Krisen können erheblich sein. Regulierende Eingriffe verfolgen deswegen das Ziel, das systemische Risiko auf Märkten zu begrenzen. Eine effektive Wertpapiermarktregulierung fördert damit die Integrität der Märkte und erhöht die Stabilität des Finanzsystems.

### Prinzipien der Regulierung

*Prinzip der Wirkungseffizienz, ...*

Regulierung ist offenkundig kein Selbstzweck. Deshalb muss sich der regulatorische Rahmen an seiner Wirkungseffizienz messen lassen. Er muss operational effizient sein, das heißt, die angestrebten Funktionen erfüllen. Die Qualität einer effektiven Wertpapierregulierung spiegelt sich am besten darin wider, inwieweit diese einen funktionierenden Marktmechanismus sicherstellt.

*... der Kosteneffizienz, ...*

Dem Nutzen einer Regulierung sind Kostenüberlegungen gegenüberzustellen, denn Regulierung bindet Ressourcen sowohl auf Seiten der Finanzindustrie als auch der Aufsicht. Sie verursacht Kosten, die letztlich an die

Marktteilnehmer weitergereicht werden. Daneben entstehen Opportunitätskosten, wenn Präferenzen der Marktteilnehmer nur eingeschränkt oder gar nicht bedient oder wenn Innovationen behindert werden. Diese Gefahr besteht grundsätzlich bei einer zu hohen Regulierungsdichte. Eine Kosten-Nutzen-Analyse ist allerdings in der Praxis nicht einfach zu leisten. Dennoch ist sie unabdingbarer Bestandteil einer vernünftigen Regulierung.

Darüber hinaus soll die Regulierung grundsätzlich wettbewerbsneutral sein. Sie sollte für alle Marktteilnehmer gleiche Wettbewerbsbedingungen schaffen und keinen Anbieter bevorzugen oder benachteiligen. Außerdem ist zu vermeiden, dass durch Regulierungsvorgaben Eintrittsbarrieren oder andere Wettbewerbshürden errichtet werden, die Innovationen behindern oder dauerhaft monopolistische Renten zulassen.

*... der Wettbewerbsneutralität ...*

Schließlich müssen die Verantwortlichen der Regulierung die Folgen einer Regulierung für die Wertpapiermärkte sorgfältig abschätzen, zunächst für die nationalen Märkte, dann aber auch für die grenzüberschreitenden Aktivitäten. Beide Dimensionen sind in international verflochtenen Märkten untrennbar verbunden. Neben der Durchführung einer – der Regulierungsmaßnahme sowohl vor als auch nachgelagerten – Kosten-Nutzen-Analyse sollten Regulierer und die Aufsicht zur Einhaltung hoher Transparenzstandards angehalten werden. Eine solche Vorgehensweise kann helfen, unnötige Regulierungen aufzudecken und dann Deregulierungsmaßnahmen einzuleiten.

*... und der Rechenschaftspflicht*

## Formen und Entwicklungstendenzen der Regulierung

*Statutarische  
Regulierung  
versus Selbst-  
regulierung*

Der auf Wertpapiermärkten anzutreffende regulatorische Rahmen basiert grundsätzlich auf zwei verschiedenen Formen. Bei der statutarischen Regulierung nimmt der Staat unmittelbar Einfluss auf das Marktgeschehen, indem er Regeln für den Markt vorgibt und eine Aufsicht, das heißt eine staatliche Behörde, mit der notwendigen Kompetenz ausstattet, diese Vorgaben zu überwachen beziehungsweise durchzusetzen. Im Gegensatz dazu wachen bei der Selbstregulierung die Marktteilnehmer eigenständig über die Einhaltung der Regeln, auf die sie sich untereinander verständigt und verpflichtet haben.<sup>9)</sup> Die staatliche Aufsicht formuliert oft ergänzend die Rahmenbedingungen. Bei Selbstregulierung wird die Kompetenz der Marktteilnehmer in Finanzmarktfragen nutzbar gemacht. Sie vermag damit auch flexibler und schneller auf Marktentwicklungen zu reagieren. Selbstregulierung wird zudem damit begründet, dass die „Wertpapierindustrie“ ein ureigenes Interesse an funktionsfähigen Märkten und am Schutz ihrer Reputation hat. Mit einer Selbstregulierung kann einer statutarischen Regulierung zuvorgekommen oder diese auch vermieden werden. Darüber hinaus können die selbst entwickelten Standards als Leitlinie für statutarische Regulierung dienen. Selbstregulierung birgt aber auch die Gefahr in sich, dass die etablierten Marktbetreiber ihren Markt abschotten, also den Marktzutritt neuer Wettbewerber erschweren. Mehr noch, Selbstregulierung (der Dienstleistungsanbieter) wurde auch bisweilen zu Lasten der Nachfrager genutzt.<sup>10)</sup> Die

Wertpapierregulierung basiert deswegen in den meisten Ländern auf beiden Formen der Regulierung, allerdings in von Land zu Land unterschiedlicher Ausprägung.

Die Bedeutung von Selbstregulierungsinstanzen bei der Setzung regulatorischer Rahmenbedingungen für die Wertpapiermärkte ist im internationalen Vergleich sehr unterschiedlich. Während diesen in den USA eine größere Bedeutung zukommt, spielen sie in Großbritannien keine und in Deutschland kaum eine Rolle. In der EU wird vorrangig ein statutarischer Regulierungsansatz verfolgt. Dies spiegelt sich insbesondere in der Durchführung des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen von 1999 wider. Im Dezember 2005 hat die Kommission nach einer Konsultationsrunde die Grundzüge ihrer Finanzdienstleistungspolitik für die kommenden fünf Jahre vorgestellt.<sup>11)</sup> Diese Strategie ist dadurch gekennzeichnet, dass nur noch in wenigen Bereichen (u. a. den Privatkundenmärkten) neue Initiativen für eine statutarische Regulierung vorgesehen sind. Darüber hinaus muss jedes neue gesetzgeberische Vorhaben den „Prinzipien einer besseren Regulierung“ genügen, welche unter anderem der Rechenschaftspflicht für Regulierer großes Gewicht beimessen.

*Bedeutung  
der Selbst-  
regulierung*

<sup>9</sup> Vgl.: P. Howells und K. Bain (2004), *Financial Markets and Institutions*, Harlow, S. 363.

<sup>10</sup> Abgestimmtes, die Anleger benachteiligendes Verhalten bedarf bisweilen keiner institutionellen Voraussetzungen: Der Preisfixierungsskandal an der NASDAQ im Jahr 1995, der am Ende zur Dezimalisierung der (zuvor auf Achtel-Basis stattfindenden) Kursstellung führte, liefert ein Beispiel dafür; siehe: W. Christie und P. Schultz (1995), *Did Nasdaq Market Makers Implicitly Collude?*, in: *Journal of Economic Perspectives*, Bd. 9, S. 199–208.

<sup>11</sup> Weißbuch – Finanzdienstleistungspolitik 2005–2010, 5. Dezember 2005.

*Voll- versus  
Mindestharmo-  
nisierung*

Das in der Europäischen Gemeinschaft bis Mitte der achtziger Jahre vorherrschende Streben nach Vollharmonisierung der nationalen Kapitalmarktgesetzgebungen scheiterte am Widerstand der Mitgliedstaaten. Eine vollständige Harmonisierung konnte Besonderheiten nationaler Märkte nur unzureichend berücksichtigen und erschien zum Schutz der Märkte politisch nicht opportun.<sup>12)</sup> Bereits im Jahr 1979 hatte der Europäische Gerichtshof festgestellt, dass die Römischen Verträge implizit die gegenseitige Anerkennung der nationalen Gesetze enthalten (Cassis-de-Dijon-Entscheidung); vollständige Harmonisierung war somit keine Vorbedingung für die Errichtung des Europäischen Binnenmarkts.<sup>13)</sup> Damit vollzog sich ein Wechsel vom Ansatz der Vollharmonisierung zu den Prinzipien der Mindestharmonisierung und der wechselseitigen Anerkennung. Für Bereiche, in denen Harmonisierung als notwendig erachtet wird, kann die Kommission Mindeststandards festsetzen. Gleichzeitig wird der Wettbewerb für grenzüberschreiten-

---

12 In der Europäischen Gemeinschaft gab es bereits in den sechziger und siebziger Jahren Ansätze zu einer Harmonisierung der nationalen Kapitalmarktregulierung der EU/EG-Länder. In den Römischen Verträgen von 1957 wurde der Abbau von nichttarifären Handelsbarrieren und die Förderung des freien Handels von Gütern und Dienstleistungen (zu denen auch die Finanzdienstleistungen gehören) zwischen den Mitgliedstaaten festgeschrieben. Ursprünglich sahen die Römischen Verträge eine Gastlandkontrolle vor („host country regulation“). Es stellte sich heraus, dass das Prinzip der „host country regulation“ das Weiterbestehen von fragmentierten und ineffizienten Finanzmärkten eher bestärkte, da die einzelnen EU-Länder den vorhandenen gesetzlichen und aufsichtlichen Spielraum oft dazu nutzten, ihren jeweiligen Heimatmarkt vor Konkurrenz zu schützen. Vgl.: P. Howells und K. Bain (2004), a.a.O., S. 378 ff.

13 Zudem schlug ein Weißbuch der Kommission zur Vollendung des Binnenmarkts (Cockfield Report) 1985 die Einführung des Prinzips der Heimatlandkontrolle vor, die im folgenden Jahr in der Einheitlichen Europäischen Akte niedergelegt wurde. Vgl.: P. Howells und K. Bain (2004), a.a.O., S. 380–381.

## Zwei Sichten der Regulierung

Es bestehen zwei unterschiedliche Erklärungsansätze für staatliche Regulierung. Regulierung lässt sich zum einen – wie vorstehend dargestellt – als Reaktion des Staates auf Funktionsdefizite erklären. Dieser normativen Sichtweise steht zum anderen die positive Theorie der Regulierung, die so genannte „Capture-Theorie“, gegenüber, die den regulatorischen Rahmen letztendlich als Ergebnis eines „Marktes für Regulierung“ begreift.<sup>1)</sup> Sie weist darauf hin, dass es in vielen Fällen schwierig ist, eindeutig ein öffentliches Interesse festzustellen, das durch den regulatorischen Rahmen sichergestellt werden kann. Sie macht damit zudem darauf aufmerksam, dass offenkundig auch der Staat versagen kann. Die Capture-Theorie unterstellt ein unmittelbares Interesse der besonders betroffenen Marktakteure an einer für sie vorteilhaften Regulierung (Nachfrage nach Regulierung). Als wahre Architekten der regulatorischen Strukturen macht sie deshalb individuelle Akteure aus, hier vor allem Finanzmarktakteure, die Regulierungseingriffe – oft zum Schutz vor Marktzutritt und zusätzlichem Wettbewerb – fordern.

1 Hier sind vor allem die Arbeiten von G. J. Stigler bahnbrechend; siehe z.B.: G. J. Stigler (1971), The theory of economic regulation, in: Bell Journal of Economics and Management Science, Vol. 2(1), S. 3–21.

Deutsche Bundesbank



de Finanzprodukte durch die Einführung eines so genannten Europäischen Passes erleichtert. Mit diesem mehr kasuistischen und pragmatischen Vorgehen will die EU-Kommission die Voraussetzungen für eine schrittweise Realisierung eines einheitlichen Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen in Europa schaffen (siehe auch S. 50 unter „Financial Services Action Plan“).

*Regulierungswettbewerb: Mindeststandards („race to the bottom“) versus ...*

Regulierungspolitik ist ein wichtiger Standortfaktor. Die Globalisierung der Finanzmärkte ermöglicht es Investoren und Kapital suchenden Unternehmen, auf wenig oder gar nicht regulierte Märkte auszuweichen. Diese Austrittsoption führt zu einem Verdrängungswettbewerb zwischen unterschiedlichen Regulierungssystemen (sog. Regulierungsarbitrage). Wenn Regulierungsaufgaben mit hohem finanziellen und personellen Aufwand für die Regulierten verbunden sind, haben die Marktteilnehmer einen starken Anreiz, auf Länder mit geringerer Regulierung und damit geringeren Kosten auszuweichen. Ebenso haben potenzielle Gastländer einen Anreiz, die relative Regulierungsintensität zu lockern, um Kapital und Geschäft anzulocken. Ein gegenseitiges Unterbieten bei den Regulierungsstandards kann eine Abwärtsspirale, ein „race to the bottom“, zur Folge haben, bei dem dann allenfalls noch regulative Minimalstandards durchsetzbar sind und das Marktgeschehen zunehmend intransparenter und risikobehafteter wird. Diese Probleme stehen beispielsweise im Mittelpunkt der gegenwärtig international geführten Diskussion zur angemessenen Beaufsichtigung der Hedgefondsindustrie.

Im Gegensatz dazu ist auch ein Wettlauf an die Spitze („race to the top“) denkbar, bei dem sich ein Regulierungssystem mit dem höheren Anspruchsniveau durchsetzt. Wenn der Nutzen aus der Teilnahme an dem stärker regulierten Markt die damit verbundenen Kosten zumindest wettmacht, werden die Marktteilnehmer die strenge Regulierung akzeptieren. Zu nennen wären in diesem Zusammenhang beispielsweise die Sarbanes-Oxley-Regelungen.<sup>14)</sup> Bei der Durchsetzung umfassender Regulierungsvorschriften sind Länder mit – sowohl hinsichtlich Produktion als auch Vertrieb – besonders großen und attraktiven Kapitalmärkten im Vorteil. Sie nehmen damit eine Führungsrolle bei der Standardsetzung ein. Finanzmarktteilnehmer aus anderen Ländern, die sich diese Märkte erschließen oder erhalten wollen, haben einen Anreiz, sich dementsprechend den dortigen Regulierungsstandards zu unterwerfen. Ein hoher Regulierungsstandard kann zudem von Investoren als vorteilhaftes Qualitätsmerkmal eingestuft werden. Schwächer regulierte Märkte könnten dann gefordert sein, zum Erhalt oder zur Wiedererlangung ihrer Wettbewerbsfähigkeit die eigenen Regulierungsstandards zu verschärfen.

*... Höchststandards („race to the top“)*

---

<sup>14</sup> Der US-amerikanische Sarbanes-Oxley Act von 2002 entstand als Reaktion auf eine Reihe von Bilanzskandalen. Das Gesetz verschärft u. a. die Offenlegungspflichten im Rahmen der Unternehmensberichterstattung und erweitert die Pflichten der Wirtschaftsprüfer. Es gilt nicht nur für börsennotierte US-amerikanische Unternehmen sowie deren Tochtergesellschaften im Ausland, sondern auch für ausländische Unternehmen, die an einer US-Börse oder der NASDAQ gelistet sind.



## Nationale und internationale Akteure der Wertpapierregulierung

*Regulierung im Spannungsfeld internationalisierter Wertpapiermärkte*

Die Regulierung eines Marktes für den Handel mit Wertpapieren entwickelt sich durch die ständige gegenseitige Beeinflussung von Industrie- und Marktstrukturen und darauf bezogenen Regulierungsmaßnahmen. Insofern spiegelt der Status quo der Wertpapierregulierung eines Finanzsystems immer auch dessen geschichtliche Entwicklung sowie die strukturellen Besonderheiten dieses Finanzsystems wider.<sup>15)</sup> Die zunehmende Integration der Wertpapiermärkte bleibt nicht ohne Folgen für die Regulierung dieser Märkte und die Organisation der Regulierung. International agierende Finanzdienstleister und Emittenten werden mit einer Vielzahl nationaler Vorschriften konfrontiert. Die Wertpapierregulierung auf nationaler Ebene sollte deshalb im Lichte der Entwicklungen und Erfordernisse auf internationaler Ebene erfolgen.

*Schaffung eines „level playing field“*

Die Beseitigung von Hemmnissen im grenzüberschreitenden Austausch von Finanzdienstleistungen und die Schaffung eines „level playing field“ für die Erstellung und den Vertrieb von Finanzprodukten dienen der Effizienz der Finanzmärkte und damit vor allem deren Nutzern, das heißt Anlegern und Kapitalnachfragern. Für die Länder der EU hat sich die Regulierung im Wertpapierbereich zunehmend auf die europäische Ebene verlagert. Damit erfolgt eine Ex-ante-Abstimmung, die auf Grund der immer stärker fortschreitenden Integration der europäischen Märkte auch zweckgerecht ist. Von europäischen Regeln können jedoch implizite Standorteffekte für die nationalen Märkte

ausgehen. Die Sicherung der Stabilität der Wertpapiermärkte ist damit nicht mehr allein von nationalen Aufsichtsbehörden zu leisten.

Der regulatorische Rahmen des deutschen Finanzsystems und damit auch der Wertpapiermärkte in Deutschland wird zunehmend auf europäischer Ebene festgelegt. Dies erfolgt zum einen durch unmittelbar geltende Verordnungen, zum anderen durch Richtlinien, die in nationales Recht umzusetzen sind (zum Regulierungsprozess in Europa siehe weiter unten). Noch weitgehend in nationaler Verantwortung erfolgt allerdings die Rahmensetzung für die deutschen Börsen. Auf Grund der historisch bedingten Fragmentierung der deutschen Börsenlandschaft war das System der Börsen- und Wertpapieraufsicht in Deutschland lange Zeit stark dezentral organisiert. Dies gilt allerdings auch für die überwiegende Mehrheit der anderen nationalen Börsensysteme.<sup>16)</sup> Erst seit 1995 findet eine Wertpapieraufsicht auf Bundesebene statt. Gegenwärtig werden die regulativen und aufsichtlichen Aufgaben in einem dreigliedrigen System durch Bund, Länder und die Selbstverwaltungseinrichtungen der jeweiligen Börsen wahrgenommen.

Auf Bundesebene obliegt die Wertpapieraufsicht der seit Mai 2002 bestehenden und dem Bundesfinanzministerium unterstellten Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), die aus den Bundesaufsichtsäm-

*Regulierung in Deutschland*

15 Vgl.: T. Theurl, Internationale Finanzmarktregulierung: Begründung und Institutionalisierung, in: T. Eger (Hrsg.), Institutionen und wirtschaftliche Entwicklung, Berlin 2003 (Schriften des Vereins für Socialpolitik, Neue Folge Band 298), S. 219–240.

16 Siehe: T. Gehrig (2000), a.a.O.

tern für das Kreditwesen (BAKred), für das Versicherungswesen (BAV) und für den Wertpapierhandel (BAWe) hervorgegangen ist. Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) als eine der Vorläuferbehörden wurde durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz von 1994 ins Leben gerufen und war seit dem 1. Januar 1995 für die Beaufsichtigung der deutschen Wertpapiermärkte zuständig. Damit waren dem Bund erstmalig Aufsichtskompetenzen im Bereich des Wertpapierhandels übertragen worden.<sup>17)</sup> Die Rechts- und Marktaufsicht<sup>18)</sup> über die Börsen<sup>19)</sup> und damit über den Handel an den Börsen fällt aber nach wie vor in den Aufgabenbereich der jeweiligen Länder. Die Börsenaufsicht ist dem jeweiligen Finanz- oder Wirtschaftsministerium der Länder zugeordnet.

Weiteres Element der deutschen Börsen- und Wertpapieraufsicht sind die Selbstverwaltungsinstanzen der Börsen. So erlässt jede Börse eine Börsenordnung, die der Landesaufsicht zur Genehmigung vorzulegen ist. Darüber hinaus ist den Börsen die Einrichtung so genannter Handelsüberwachungsstellen vorgeschrieben, deren Aufgabe die eigenverantwortliche Überwachung des Börsenhandels und der Börsengeschäftsabwicklung ist. Bei Problemen informieren sie die Börsenaufsicht und die Börsengeschäftsführung, von welcher sie unabhängig sind. Die Handelsüberwachungsstellen bilden eine Mischform der statutarischen Regulierung und der Selbstregulierung.

Die Finanzmarktregulierung in Großbritannien hat sich in den beiden vergangenen

Jahrzehnten sehr gewandelt.<sup>20)</sup> Traditionell basierte das System stark auf der Selbstregulierung der Börsen und der organisierten Marktteilnehmer („reputation based“). Es gab zwar eine staatliche Rahmensetzung, aber keine dauernden Eingriffe. Die Regulierer behielten sich diskretionäre Interventionen allerdings immer vor. Die zunehmende Internationalisierung der Finanzmärkte, die wachsende Bedeutung neuer Finanzprodukte, Innovationen in der Kommunikationstechnologie, aber auch einige Finanzskandale in Großbritannien Mitte der achtziger Jahre bereiteten den Weg zum so genannten „Big Bang“, der in Großbritannien zu einer stärker regelorientierten Wertpapierregulierung führte.<sup>21)</sup> Der Financial Services Act von 1986, der am 29. April 1988 in Kraft trat, zielte darauf ab, ein modernes und stärker wettbewerblich orientiertes Regulierungssystem zu schaffen. Die durch das Gesetz ins Leben gerufene Hauptaufsichtsbehörde Securities and Investments Board (SIB) betraute eine Reihe von

---

17 Dem seit 1962 bestehenden BAKred oblag hingegen allein die Aufsicht über Marktzutritt und Solvenz der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsunternehmen und damit die Sicherung der Funktionsfähigkeit des deutschen Bankensystems insgesamt.

18 Im Rahmen der Rechtsaufsicht wird die Einhaltung vorhandener Vorschriften und Anordnungen des Börsenrechts kontrolliert. Bei der Marktaufsicht wird hingegen geprüft, ob der Börsenhandel gemäß den Geschäftsbedingungen, den Börsenusancen sowie der Börsenordnung ordnungsgemäß durchgeführt wird.

19 Zu den Kassabörsen gehören die Börsen in Berlin-Bremen, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart. Daneben werden die Warenterminbörse in Hannover, die Strombörse Leipzig sowie die Derivatebörse EUREX Deutschland überwacht.

20 Einen Überblick über die Entwicklung der Finanzmarktregulierung in Großbritannien bieten z. B.: P. Howells und K. Bain (2004), a.a.O.

21 Vgl.: G. Bishop, Die Regulierung oder Selbstregulierung der Finanzmärkte, in: C. Randzio-Plath (Hrsg.) (2001), Zur Globalisierung der Finanzmärkte und Finanzmarktstabilität: Herausforderungen für Europa, Baden-Baden, S. 101–116.

„self-regulatory organisations“ (SROs) mit der Beaufsichtigung der entsprechenden Märkte. Allerdings überlappten sich die Verantwortungsbereiche der einzelnen SROs teilweise, und die SROs konkurrierten um Mitglieder. Auf Grund offensichtlicher ernsthafter Aufsichtsdefizite kam es im Mai 1997 zu weitreichenden tief greifenden Änderungen in der britischen Wertpapierregulierung. Das Prinzip der Selbstregulierung wurde aufgegeben und stattdessen die Einführung einer statistischen Regulierung beschlossen. Zu diesem Zweck wurde mit Wirkung vom 1. Juni 1998 die Financial Services Authority (FSA) als Nachfolgeorganisation der SIB gegründet. Bis zur vollständigen Übernahme der Regulierungskompetenz durch die FSA Ende 2001 führten die bestehenden Organisationen ihre bisherige Arbeit zunächst weiter. Parallel wurde mit dem Bank of England Act 1998 die Verantwortung für die Beaufsichtigung des Bankensystems und des Interbankengeldmarkts von der Bank of England auf die FSA übertragen. Durch den Financial Services and Markets Act (FSMA) im Jahr 2000 übernahm die FSA die Regulierungskompetenz vollständig. Der FSMA setzt der FSA vier Ziele, nämlich die Schaffung und den Erhalt von Marktvertrauen, Verbraucherinformation („consumer awareness“), Verbraucherschutz und den Kampf gegen Finanzkriminalität. Seit Herbst 2004 ist die FSA auch für die Regulierung des Hypothekemarkts und seit Januar 2005 für die Aufsicht über das allgemeine Versicherungsgeschäft zuständig. Die FSA entwickelt sich somit immer stärker zu einer Allfinanzaufsicht. Sie pflegt einen intensiven Dialog mit den Marktteilnehmern und beteiligt diese unter anderem im Rahmen von

Konsultationsverfahren am Entscheidungsfindungsprozess.

Die Regulierung des US-amerikanischen Wertpapiermarkts betont traditionell das Prinzip der Selbstregulierung. Seit den dreißiger Jahren, also im Nachgang zur Börsen- und Bankenkrise, gibt sie allerdings auch deutliche Rahmenvorgaben. Das Leitmotiv der Wertpapierregulierung in den USA ist es, sicherzustellen, dass einem Investor alle Informationen über das emittierende Unternehmen und über die Märkte zur Verfügung stehen, die dieser zum eigenverantwortlichen Treffen seiner Anlageentscheidung benötigt. Kennzeichnend für die USA ist darüber hinaus die Vielzahl der in die Regulierung und Aufsicht der Wertpapiermärkte involvierten Instanzen. Die amerikanischen Börsen sind – vor dem Hintergrund der Rahmenvorgaben der Securities and Exchange Commission (SEC)<sup>22</sup> und der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) – selbstregulierende Organisationen (SROs), in deren Verantwortung die Festlegung der speziellen Regeln und Vorschriften liegt, nach denen Börsen und Marktteilnehmer arbeiten. Auch die ordnungsgemäße Durchführung des Wertpapierhandels und die Sanktionierung von Verletzungen der Börsenordnung liegen in ihren Händen. Neben den registrierten Börsen als SROs spielt die National Association of Securities Dealers (NASD) eine wichtige Rolle. Die NASD hat als Selbstverwaltungsorgan die Aufsicht über die (ihr bis 2000 eng verbundene

*Regulierung in  
den USA*

---

<sup>22</sup> Die Entstehung der SEC geht auf den Securities Exchange Act (SEA) zurück, der 1934 – in Reaktion auf die Weltwirtschaftskrise und eine Vielzahl von Wertpapierbetrügereien – erlassen wurde.

ne) elektronische Börse NASDAQ<sup>23)</sup> und die OTC-Märkte sowie über die in der Wertpapierindustrie tätigen Personen. Sie legt Handelsusancen fest und kontrolliert Broker und Dealer.<sup>24)</sup> Die Aufgabe der SEC als Bundesaufsichtsinstanz (Kommission des Bundeskongresses) ist es, das Funktionieren dieser Selbstüberwachung laufend zu überprüfen und – falls notwendig – regelnd in das Börsengeschehen einzugreifen.<sup>25)</sup> Die Verantwortung für die detaillierte Ausarbeitung der zulässigen Handelspraktiken liegt bei den SROs. Zwar delegiert die SEC damit einen Teil ihrer Kontroll- und Lenkungenfunktionen, sie behält allerdings immer das Recht, die bestehenden Handelsregeln zu ergänzen oder zu verändern. Will eine SRO Regeländerungen vornehmen, so müssen diese der SEC vorgelegt und von dieser bestätigt werden. Neue Wertpapiere müssen vor der Emission bei der SEC registriert werden, und es wird von ihr geprüft, ob die formalen Vorschriften bezüglich der zu veröffentlichenden Informationen erfüllt sind. Ebenso ist Wertpapierhändlern (Broker, Dealer) die Registrierung bei der SEC vorgeschrieben, bevor sie Wertpapiergeschäfte durchführen dürfen. Die SEC muss sich als Kommission des Kongresses regelmäßig vor diesem verantworten und um Verlängerung ihres Mandats nachsuchen. Weiterhin gibt es in allen US-Bundesstaaten eigene einzelstaatliche Wertpapieraufsichtsbehörden, die den innerstaatlichen Wertpapierhandel regulieren und eigene Regulierungs- und Sanktionskompetenzen besitzen. Allerdings gelten die Bestimmungen der einzelnen Bundesstaaten nur für den Wertpapierhandel innerhalb des betreffenden Bundesstaates, aber nicht für den Handel zwi-

schen den Bundesstaaten. Für die Regulierung und Beaufsichtigung der Finanz- und Warenterminmärkte und -börsen gibt es mit der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) eine der SEC vergleichbare Bundeskommission; auch hier greift das SRO-Prinzip.

Vor dem Hintergrund zunehmend globalisierter Wertpapiermärkte kooperieren Regulierungsbehörden vermehrt auf der Ebene internationaler Organisationen. Die International Organization of Securities Commissions (IOSCO) ist ein internationaler Zusammenschluss nationaler Wertpapieraufsichtsbehörden, SROs und Börsen aus Ländern der ganzen Welt. Die IOSCO hat im September 1998 „Ziele und Prinzipien der Wertpapierregulierung“ (Objectives and Principles of Securities Regulation) beschlossen und veröffentlicht.<sup>26)</sup> Diese bestehen aus 30 Grundsätzen, die sich auf drei Hauptziele der Wertpapierregulierung und -aufsicht beziehen, nämlich den Anlegerschutz und die Fairness, die Effizienz und Transparenz der Märkte sowie die Eingrenzung des systemischen Risikos. Die Grundsätze gelten für die regelsetzenden Aufsichtsbehörden und – falls national vorgesehen – für die selbstregulierenden Körperschaften. Sie beziehen sich auf die Durchsetzung der Regeln (Aufsicht), die Zusam-

*Regulierung auf internationaler Ebene: International Organization of Securities Commissions (IOSCO)...*

---

<sup>23</sup> National Association of Securities Dealers Automated Quotation System.

<sup>24</sup> Da der Securities Exchange Act von 1934 keine Bestimmungen für den OTC-Markt enthielt, kam es 1938 zum Maloney Act, um auch den bisher unregulierten OTC-Markt einer Überwachung zuzuführen. Auf Basis dieses Gesetzes wurde die NASD gegründet.

<sup>25</sup> Auch die Wertpapierabwicklungs- und -verrechnungsstellen sind SROs und daher bei der SEC registriert.

<sup>26</sup> Diese hatten ihre Vorbilder in den „Beaufsichtigungsprinzipien für Bildschirmhandelssysteme“ der IOSCO aus dem Jahr 1990.

## Überblick über die Organisation der Regulierung

Position	Deutschland	Großbritannien	USA
Regulierungsmodell	Bundesstaatliche Regulierung mit föderaler Beteiligung; SRO-Elemente	Staatliche Regulierung	Bundesstaatliche Regulierung mit privater Beteiligung (SROs)
Verantwortliche Behörde	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Börsenaufsicht des jeweiligen Landes	Financial Services Authority (FSA)	Securities Exchange Commission (SEC), Landesbehörden, Commodity Futures Trading Commission (CFTC)
Allfinanzaufsicht	Ja	Ja	Nein
Selbstregulierungsinstanzen	Ja (Börsen, insbesondere Handelsüberwachungsstellen)	Nein	Ja, stark ausgeprägt (Börsen, Verbände)
Regulierungsphilosophie	Sicherung von Markttransparenz und -integrität		
Rechenschaftspflicht	Bundesministerium der Finanzen	Treasury	Kongress

Quelle: In Anlehnung an S. Lütz (2002), Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten: Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA, Campus Ver-

lag (Schriften des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung Köln, Band 43), S. 250.

Deutsche Bundesbank

menarbeit und den Informationsaustausch zwischen Aufsichtsbehörden, die Verpflichtungen der Wertpapieremittenten, das Fondsgeschäft, die Anforderungen an die Marktteilnehmer und Intermediäre und die Zulassung und Überwachung von Börsen und anderen Handelssystemen. So ist unter anderem niedergelegt, dass die regelsetzenden Aufsichtsbehörden von politischer sowie wirtschaftlicher Beeinflussung unabhängig und getrennt rechenschaftspflichtig sowie mit umfassenden Untersuchungs- und Überwachungsrechten ausgestattet sein sollen.

Als freiwilliger Zusammenschluss nationaler Behörden kann die IOSCO nur Empfehlungen aussprechen, die allerdings im Wege der Marktdisziplin durchaus auch Vorschriftencharakter annehmen können. Deshalb hat die

IOSCO im Jahr 2003 eine umfassende Methodologie für die kriteriengesteuerte, abgestufte Beurteilung des Stands der Umsetzung der IOSCO-Grundsätze in den einzelnen Jurisdiktionen verabschiedet, die auch der Entwicklung praktischer Aktionspläne zur Beseitigung von Defiziten dienen können. Die Detaillierung der einzelnen Grundsätze und die Setzung von Maßstäben sollen zum einen die Selbsteinschätzung der Jurisdiktionen erleichtern, zum anderen dienen sie der Weltbank und dem IWF für ihre Financial-Sector-Assessment-Programme, mit denen unter anderem die Qualität der Aufsichtsstrukturen in den einzelnen Ländern beurteilt werden.

Der politische Wille, die Schaffung eines einheitlichen Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen innerhalb der Europäischen Union

Auf EU-Ebene:  
Financial Services Action Plan (FSAP)

... spricht Empfehlungen aus

## Lamfalussy-Verfahren

Der so genannte „Ausschuss der Weisen“ unter dem Vorsitz von Alexandre Lamfalussy legte am 15. Februar 2001 seinen Abschlussbericht über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte vor. Unter anderem wurde eine Reform des Rechtssetzungsprozesses durch die Einführung eines vierstufigen Verfahrens empfohlen.

- Auf der ersten Stufe treffen die Mitgliedstaaten (ECOFIN-Rat) und das Europäische Parlament grundsätzliche politische Rahmenentscheidungen und definieren die Reichweite von Durchführungsbefugnissen.
- Diese Rahmengesetze werden in der zweiten Stufe durch Umsetzungsvorschriften präzisiert. Hierbei arbeitet die Kommission mit – entsprechend dem vom Ausschuss der Weisen erarbeiteten Komitologieverfahren – eigens ins Leben gerufenen Ausschüssen (Komitees) zusammen. Bei der Wertpapierregulierung sind dies der Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR: Committee of European Securities Regulators) und der Europäische Wertpapierausschuss (ESC: European Securities Committee – mit Vertretern der nationalen Regierungen). Die Kommission schlägt nach Beratung durch CESR Maßnahmen vor, über die der ESC abstimmt. Erlassen wird eine Maßnahme wiederum von der Kommission.
- Auf Stufe 3 erarbeitet CESR einheitliche Leitlinien und Empfehlungen zur nationalen Umsetzung der europäischen Vorgaben. Damit soll eine einheitliche Interpretation und Anwendung der Vorschriften durch Abstimmung und Zusammenarbeit der nationalen Regulierungsbehörden gewährleistet werden.
- Auf Stufe 4 überprüft die Kommission die korrekte und fristgerechte Umsetzung der EU-Vorschriften in nationales Recht.

Deutsche Bundesbank

voranzutreiben, findet seinen Ausdruck vor allem in dem umfangreichen Maßnahmenpaket des Finanzaktionsplanes (FSAP: Financial Services Action Plan) von 1999.<sup>27)</sup> Dieser Aktionsplan zur Angleichung der rechtlichen Rahmenbedingungen ist ein Meilenstein des europäischen Integrationsprozesses und war mit entsprechend hohen Erwartungen verknüpft. Nachdem im Herbst 2005 eine Einigung zwischen Rat und Parlament über die Umsetzung der regulatorischen Eigenkapitalanforderungen an Banken und Finanzdienstleister („Basel II“) in europäisches Recht erzielt wurde, ist der Aktionsplan inzwischen weitestgehend abgearbeitet.

Zur Umsetzung ausgewählter Gesetzesinitiativen der letzten Jahre wurde als prozedurale Neuerung das so genannte Lamfalussy-Verfahren eingeführt. Es soll die Mängel des bisherigen Rechtssetzungsverfahrens (dem sog. Mitentscheidungsverfahren<sup>28)</sup>) beheben, das als zu langwierig, unflexibel und unpräzise galt, um mit den aktuellen Entwicklungen im Wertpapiersektor Schritt halten zu können.<sup>29)</sup> Gesetzesinitiativen im Bereich der Wertpapierregulierung werden seit 2002 in diesem Verfahren verabschiedet.

*Lamfalussy-  
Verfahren*

Seit 2002 wurden insgesamt vier Gesetzesvorhaben des Aktionsplans im Lamfalussy-

*MiFID als  
Beispiel*

27 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte, Monatsbericht, Juli 2004, S. 33 ff.

28 Nach Art. 251 EGV: Vorschlag der Kommission an den Ministerrat und das Europäische Parlament, die gleichberechtigt entschieden.

29 Vgl.: Schlussbericht des Ausschusses der Weisen zur Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte, 15. Februar 2001, S. 21.



Verfahren bearbeitet.<sup>30)</sup> Bei zwei der Vorhaben – der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der Transparenzrichtlinie – stehen allerdings die Durchführungsbestimmungen noch aus, die auf Vorschlag des Wertpapierausschusses (ESC) und nach Beratung durch den Ausschuss der Europäischen Wertpapieraufseher (CESR) von der Kommission zu verabschiedet sind. Im Fall der MiFID hat CESR im Februar beziehungsweise Mai 2005 umfangreiche Vorschläge für Implementierungsmaßnahmen an die Kommission übermittelt, im Fall der Transparenzrichtlinie geschah dies im Juni 2005. Es ist nun an der Kommission, in Kooperation mit dem ESC konkrete Rechtsakte (Verordnungen oder Richtlinien) der Stufe 2 des Lamfalussy-Verfahrens zu erarbeiten und zu erlassen. Sie ist hierbei an die ursprünglichen Vorschläge von CESR nicht gebunden, wird diese in der Regel jedoch als Basis ihrer Maßnahmen verwenden. Obgleich bereits vor der Endfassung der CESR-Vorschläge mehrere umfangreiche Konsultationsrunden, die sich in erster Linie an Marktteilnehmer, Verbände und öffentliche Stellen richteten, durch die Wertpapieraufseher durchgeführt wurden, hat sich die Kommission entschlossen, vor Erlass von Durchführungsbestimmungen zur MiFID weitere Konsultationsrunden abzuhalten.

*Lamfalussy-  
Verfahren in  
der Bewährung*

Für eine abschließende Bewertung des Lamfalussy-Verfahrens ist es noch zu früh, da erst wenige Gesetzesvorhaben dieses Verfahren vollständig durchlaufen haben. Insbesondere hat die Kontrolle der Umsetzung auf der vierten Stufe erst begonnen. Unbestritten ist, dass das Lamfalussy-Verfahren die Kooperation der nationalen Aufsichtsbehörden stärkt

und die Marktteilnehmer durch intensive Konsultationen am Gesetzgebungsverfahren beteiligt. Inwieweit jedoch das Lamfalussy-Verfahren zu einer Beschleunigung und Flexibilisierung der europäischen Wertpapiergesetzgebung beigetragen hat, lässt sich noch nicht endgültig beurteilen. Allerdings zeigen erste Erfahrungen, dass auch im Lamfalussy-Verfahren der Rechtssetzungsprozess sehr zeitintensiv sein kann. Die Kommission hat im November 2005 einen Richtlinienvorschlag<sup>31)</sup> präsentiert, durch den die zeitliche Vorgabe zur nationalen Umsetzung der MiFID von April 2006 auf Oktober 2006 verschoben werden soll; angewandt werden müssten die neuen Regeln sogar erst ab 1. Mai 2007. Dies bedeutet, dass die MiFID frühestens drei Jahre nach der Verabschiedung der Regeln auf Stufe 1 Wirkungskraft entfaltet – vorausgesetzt, die nationale Umsetzung erfolgt tatsächlich innerhalb der (verlängerten) Umsetzungsfrist.<sup>32)</sup> Hintergrund für diese Verschiebung sind zum einen die Komplexität der Materie, zum anderen aber auch inhaltliche Kontroversen, insbesondere über die Ausgestaltung der Transparenzpflichten und der Wohlverhaltensregeln. Marktteilnehmer

---

<sup>30</sup> In den Jahren 2003 und 2004 wurden auf Stufe 1 verabschiedet: Marktmissbrauchsrichtlinie (2003/6/EG vom 28. Januar 2003); Prospektrichtlinie (2003/71/EG vom 4. November 2003); Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente – MiFID (2004/39/EG) vom 21. April 2004; Transparenzrichtlinie (2004/109/EG) vom 15. Dezember 2004. Im März 2004 wurde eine Richtlinie verabschiedet, die das Lamfalussy-Verfahren auch auf die Bereiche Banken, Versicherungen und Investmentfonds ausdehnte.

<sup>31</sup> Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2004/39/EU über Märkte für Finanzinstrumente in Bezug auf bestimmte Fristen.

<sup>32</sup> Die schleppende Umsetzung von EU-Richtlinien durch die Mitgliedstaaten ist immer wieder Anlass für Kritik. So wurde beispielsweise die Prospektrichtlinie nur von fünf der 25 Mitgliedstaaten fristgerecht zum 1. Juli 2005 in nationales Recht umgesetzt, darunter in Deutschland.



weisen darüber hinaus auf eine gewisse Zerfaserung des Rechtssetzungsprozesses durch die Beteiligung der Regula-tionsausschüsse (ESC, CESR) hin. Die teils umfangreichen Konsultationspapiere geben den betroffenen Insti-tuten und Verbänden zwar Gelegenheit, sich zu beteiligen, binden jedoch auch erhebliche Ressourcen.

## Fazit

---

Wertpapiermärkte leisten einen wichtigen Beitrag zum Integrationsprozess und zur Wachstumsdynamik der Volkswirtschaften. Es herrscht allgemeiner Konsens, dass Wertpapiermärkte einer Regulierung bedürfen, und es besteht weitestgehend Einigkeit über die Ziele und Prinzipien einer solchen Regulierung. Der regulatorische Rahmen muss der Marktstruktur und -entwicklung angepasst sein und weiterentwickelt werden. Eine fle-

xible Regulierung fördert die Wettbewerbsfähigkeit und leistet damit einen Beitrag zur Finanzmarktstabilität. Angesichts der Globalisierung der Finanzmärkte kann Regulierung schon lange nicht mehr allein aus nationaler Perspektive betrieben werden. Denn der Wettbewerb der Finanzplätze geht mit dem Wettbewerb der Regulierungssysteme einher. Um in dieser Standortkonkurrenz bestehen zu können, dürften Niveau beziehungsweise Restriktionsgrad der Regulierung in verschiedenen Wirtschaftsräumen sich tendenziell angleichen. In diesem Prozess ist zum einen zu prüfen, ob Regulierungsziele effizienter durch Selbst- oder durch statutarische Regulierung erreicht werden können. Zum anderen ist zu erörtern, inwieweit durch eine internationale Koordination von Regulierungsmaßnahmen und -instanzen den weltweit ähnlichen Herausforderungen besser begegnet werden kann als durch nationale Alleingänge oder den Umbau von Aufsichtsarchitekturen.