

**SCHLUSSBERICHT**

**DES**

**AUSSCHUSSES DER WEISEN**

**ÜBER**

**DIE REGULIERUNG DER EUROPÄISCHEN  
WERTPAPIERMÄRKTE**

Brüssel, 15. Februar 2001

## **DER AUSSCHUSS DER WEISEN**

**Vorsitzender: Alexandre LAMFALUSSY**

Cornelius HERKSTRÖTER

Luis Angel ROJO

Bengt RYDEN

Luigi SPAVENTA

Norbert WALTER

Nigel WICKS

Berichterstatter: David WRIGHT

Sekretariat: Pierre DELSAUX

# INHALT

	<b>Seite</b>
<b>Vorwort</b>	<b>1</b>
<b>Zusammenfassung</b>	<b>3</b>
<b>Einleitung</b>	<b>8</b>
<b>Kapitel I</b>	<b>11</b>
<b>Kapitel II</b>	<b>19</b>
<b>Anhang 1</b>	<b>Schlussfolgerungen des ECOFIN-Rates/des Europäischen Rates</b>
<b>Anhang 2</b>	<b>Empfohlener Zeitplan 2000-2004</b>
<b>Anhang 3</b>	<b>Analyse der Stellungnahmen zum ersten Bericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte</b>
<b>Anhang 4</b>	<b>Hypothetische Beispiele des neuen Ansatzes der Rechtsetzung</b>
<b>Anhang 5</b>	<b>Der am 7. November 2000 veröffentlichte erste Bericht des Ausschusses</b>
<b>Abkürzungen</b>	

## VORWORT

Der Ausschuss der Weisen legt hiermit seinen Schlussbericht über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte vor, der gemäß dem von den Wirtschafts- und Finanzministern der Europäischen Union (ECOFIN)\* am 17. Juli 2000 erteilten Mandat erstellt wurde.

*Schlussbericht  
des Ausschusses  
gemäß ECOFIN-  
Mandat*

In den Schlussfolgerungen des ECOFIN-Rates vom 26./27. November 2000 (siehe Anhang 1) wurde der Ausschuss ersucht, seinen Schlussbericht bis Mitte Februar 2001 vorzulegen. In diesen Schlussfolgerungen riefen die Wirtschafts- und Finanzminister den Ausschuss insbesondere auf, den im ersten Bericht vorgeschlagenen Regulierungsansatz im Schlussbericht zu präzisieren und dabei dem aus dem EG-Vertrag resultierenden institutionellen Gleichgewicht und der Rolle der nationalen Regulierungsbehörden in vollem Umfang Rechnung zu tragen. Der Bericht sollte insbesondere konkrete Empfehlungen enthalten. In den Schlussfolgerungen hieß es weiter, der ECOFIN-Rat werde die Schlussempfehlungen des Ausschusses Anfang März prüfen, damit auf dem Gipfel der europäischen Staats- und Regierungschefs am 23./24. März 2001 in Stockholm Maßnahmen getroffen werden könnten. Der ECOFIN-Rat forderte ferner, die Aussprache mit dem europäischen Parlament zügig fortzusetzen.

*Der ECOFIN-Rat  
(26./27. Novem-  
ber 2000) forderte  
den Ausschuss  
auf, den vorge-  
schlagenen Re-  
gulierungsansatz  
zu präzisieren  
und für den Euro-  
päischen Rat am  
23./24. März 2001  
in Stockholm  
konkrete Em-  
pfehlungen  
vorzulegen*

Auch der Europäische Rat von Nizza (siehe Anhang 1) stimmte den Ergebnissen des ersten Berichts im Dezember 2000 auf breiter Front zu und schloss sich der Aufforderung an den Ministerrat und die Europäische Kommission an, ihm in Stockholm auf der Grundlage des Schlussberichts Bericht zu erstatten.

*Erste Ergebnisse  
des Ausschusses  
fanden in Nizza  
breite Zustim-  
mung des Euro-  
päischen Rates*

Der Vorsitzende des Ausschusses der Weisen, Alexandre Lamfalussy, und die anderen Ausschussmitglieder möchten dem französischen und dem schwedischen Vorsitz, dem Präsidenten der Europäischen Kommission Romano Prodi, den Kommissionsmitgliedern Frits Bolkestein und Mario Monti, der Vorsitzenden des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments Christa Randzio-Plath sowie den Mitgliedern dieses Ausschusses, dem Generaldirektor der Generaldirektion Binnenmarkt der Europäischen Kommission John Mogg, dem Direktor des Juristischen Dienstes der Europäischen Kommission Jean-Louis Dewost, dem Rechtsberater des Rates Jean-Claude Piris, dem FESCO-Vorsitzenden Georg Wittich, den FESCO-Mitgliedern und dem Generalsekretär des FESCO Fabrice Demarigny noch einmal für ihre wertvolle Hilfe und Zusammenarbeit danken.

*Dank*

---

\* Abkürzungen siehe Anhang.

Der Ausschuss dankt erneut all jenen, die an den Anhörungen teilgenommen haben, sowie all jenen Organisationen und Einzelpersonen, die den ersten Fragebogen beantwortet und unlängst zum ersten Bericht Stellung genommen haben. Das breite Interesse, das dem Ausschuss entgegengebracht wurde, hat seine Arbeiten außerordentlich bereichert.

Der Dank des Ausschusses gilt auch seinem Berichterstatter David Wright, seinem Sekretär Pierre Delsaux und deren Mitarbeitern für ihre konstruktive, effiziente Mithilfe. Sie haben ihre Professionalität, ihre Kreativität und ihre Loyalität gegenüber dem sich allmählich abzeichnenden Konsens innerhalb des Ausschusses unter Beweis gestellt und keine Mühen gescheut, den äußerst engen Zeitplan einzuhalten.

## ZUSAMMENFASSUNG DER EMPFEHLUNGEN DES AUSSCHUSSES DER WEISEN

<b>KAPITEL I - "Gründe für die Reform"</b>		
<b>Gegenstand</b>	<b>Empfehlung</b>	<b>Akteure</b>
<b>Wirtschaftlicher Nutzen integrierter Märkte</b>	Forschungsarbeiten zur Quantifizierung dieses Nutzens und baldmöglichste Veröffentlichung von Schätzungen (neue "Cecchini-Studie) sowie fortlaufende Bewertung der Fortschritte, die in Richtung eines integrierten europäischen Finanzmarkts erzielt werden (siehe S. 12)	Europäische Kommission sowie Mitgliedstaaten und Märkte
<b>Bereitstellung von Kapital und Risikokapital für KMU</b>	Gewährleistung angemessener Rahmenbedingungen in der EU (siehe S. 12)	Europäische Kommission, Europäisches Parlament, Ministerrat, Mitgliedstaaten
<b>Unterschiedliche Rechtssysteme und ungleiche Besteuerung; politische Schranken, Außenhandels-schranken und kulturelle Schranken</b>	Dürfen nicht außer Acht gelassen werden, wenn die Vorteile eines integrierten europäischen Finanzmarkts voll ausgeschöpft werden sollen (siehe S. 14) Darüber hinaus Erstellung einer ausführlichen Liste von Außenhandels-schranken, die in der nächsten Handelsrunde beseitigt werden müssen.	Europäische Kommission, Europäisches Parlament, Ministerrat, Mitgliedstaaten, Märkte
<b>Prioritäten des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen</b>	<b>Umsetzung bis spätestens Ende 2003</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Einheitlicher Prospekt für Emittenten</li> <li>• Aktualisierung der Börsenzulassungsanforderungen</li> <li>• Herkunftslandkontrolle für alle Großkundenmärkte und Definition des professionellen Anlegers</li> <li>• Aktualisierung der Anlagevorschriften für OGAW und Pensionsfonds</li> <li>• Einführung internationaler Rechnungslegungsgrundsätze</li> <li>• Europäischer Pass für Aktienmärkte (siehe S. 16)</li> </ul>	Europäische Kommission, Europäisches Parlament, Ministerrat, Mitgliedstaaten
<b>Europäische Regulierungs- und Aufsichtsinstanzen</b>	Förderung der Konvergenz, damit der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden effizient arbeiten kann (siehe S. 19)	Mitgliedstaaten, europäische Regulierungsbehörden, Europäische Kommission
<b>Clearing und Abrechnung</b>	Weitere Umstrukturierung erforderlich; Fortsetzung der Arbeiten zur Aktualisierung der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie und innerhalb der Giovannini-Gruppe; Überprüfung der Notwendigkeit einer Rahmenregelung; Untersuchung allgemeiner systemimmanenter Aspekte in Bezug auf Offenmarktgeschäfte und das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme – sorgfältige Prüfung durch die Kommission erforderlich (siehe S. 20)	Europäische Kommission, Ministerrat, Europäisches Parlament, Mitgliedstaaten, Europäische Zentralbank, Märkte
<b>Die aufsichtsrechtlichen Folgen in den Griff bekommen</b>	Verstärkung der Zusammenarbeit zwischen den für die Finanzmärkte zuständigen Regulierungsbehörden, den für die Einzel- und Gesamtaufsicht zuständigen Stellen und den branchenübergreifend zuständigen Regulierungsbehörden (siehe	Wirtschafts- und Finanzausschuss, Europäische Zentralbank und nationale Zentralbanken, Europäische Kommission, Europä-

	S. 21)	isches Parlament, Mitgliedstaaten und europäische Regulierungsbehörden
<b>Ressourcen</b>	Aufstockung der für die Errichtung eines integrierten europäischen Wertpapier-/Finanzmarkts bereitgestellten Mittel (siehe S. 21)	Europäische Kommission, Europäisches Parlament, Regulierungsbehörden
<b>Fortbildung</b>	Stärkere Verbreitung bewährter Praktiken und unionsweite Erhöhung des Kenntnisstands (siehe S. 22)	Privater Sektor, Märkte, Europäische Kommission, Regulierungsbehörden

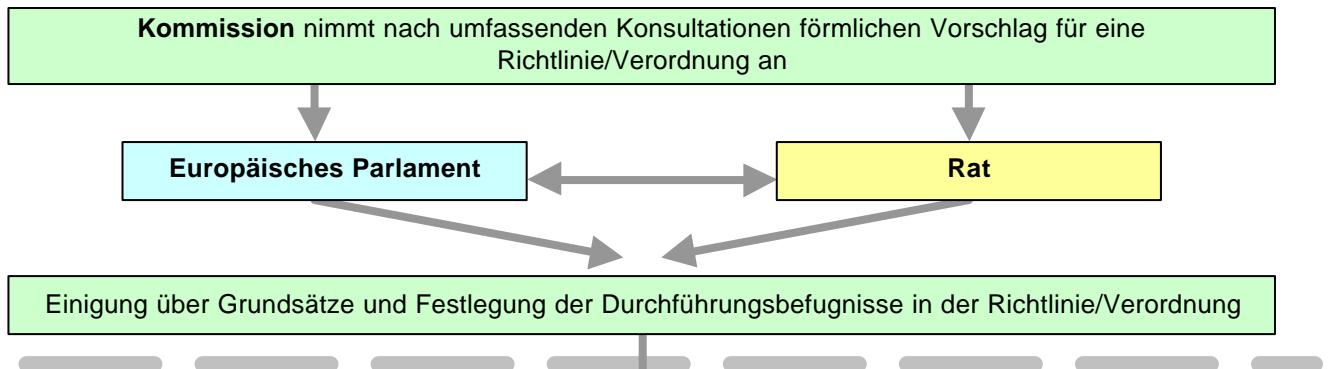
<b>Kapitel II – “Reform der Rechtsetzungsverfahren - Empfehlungen des Ausschusses”</b>		
<b>Gegenstand</b>	<b>Empfehlung</b>	<b>Akteure</b>
<b>Reform der Rechtsetzungsverfahren</b>	Festlegung eines neuen Vier-Stufen-Konzepts durch den Europäischen Rat in Stockholm, das bis Ende 2001 einsatzfähig sein muss (siehe S. 23)	Europäische Kommission, Europäisches Parlament, Ministerrat, Regulierungsbehörden
<b>Stufe 1 – Grundsätze</b>	In den künftigen Wertpapiervorschriften werden Grundsätze festgelegt (Stufe 1) und die Durchführungsmodalitäten auf Stufe 2 beschlossen, wobei von Fall zu Fall entschieden wird, welche Befugnisse Stufe 2 übertragen werden (siehe S. 26-28)	Europäische Kommission, Ministerrat, Europäisches Parlament, Regulierungsbehörden, Märkte
<b>Stufe 1: Mechanismen für Konsultation und Transparenz</b>	Schaffung neuer, offener und transparenter Konsultationsmechanismen: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Intensivierter, offener Dialog mit Marktteilnehmern und Endnutzern</li> <li>- Veröffentlichung der Konsultationsergebnisse</li> <li>- Festlegung von Fristen für jede Stufe</li> <li>- Frühzeitige Konsultation von Mitgliedstaaten/Regulierungsbehörden zu Vorschlägen der Stufe 1</li> <li>- Informelle Unterrichtung des Europäischen Parlaments und so weit möglich Bemühen um frühzeitiges unverbindliches Einvernehmen über den Umfang der Durchführungsbefugnisse auf Stufe 2 (siehe S. 29)</li> </ul>	Europäische Kommission in Zusammenarbeit mit Europäischem Parlament, Regulierungsbehörden und Marktteilnehmern
<b>Stufe 2 - Einzelheiten der Umsetzung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Einsetzung von zwei neuen Ausschüssen: (i) <b>EU-Wertpapierausschuss (ESC)</b>, (ii) <b>Ausschuss der EU-Wertpapierregulierungsbehörden (ESRC)</b>, die bis Ende 2001 ihre Arbeit aufnehmen können</li> <li>• Festlegung von Arbeitsmethoden und Mandaten (siehe S. 32)</li> </ul>	Ministerrat, Europäische Kommission, Europäisches Parlament, Regulierungsbehörden
<b>Stufe 2: Konsultationsverfahren und Transparenz</b>	Intensiviertes Konsultationsverfahren (siehe S. 38)	Regulierungsbehörden, Europäische Kommission
<b>Institutionelles Gleichgewicht</b>	Regelmäßige Berichte an das Europäische Parlament und volle Transparenz zu jeder Zeit Europäische Kommission trägt Entschlüsseungen des Europäischen Parlaments <i>“bestmöglich”</i> Rechnung... (siehe S. 39)	Europäische Kommission, Europäisches Parlament, Ministerrat
<b>Stufe 3 - Verstärkte Zusammenarbeit</b>	Aufgaben des ESRC: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Erarbeitung schlüssiger Leitlinien für nationale Verwaltungsvorschriften</li> <li>- Erarbeitung gemeinsamer Empfehlungen zu Auslegungsfragen und gemeinsamer Standards</li> <li>- Vergleich und Überprüfung der Praktiken der Regulierungsbehörden</li> <li>- Durchführung von Peer Reviews (siehe S. 43)</li> </ul>	Regulierungsbehörden, Mitgliedstaaten, Europäische Kommission
<b>Stufe 4 Durchsetzung</b>	Verstärkte Durchsetzung der EU-Vorschriften (siehe S. 47)	Europäische Kommission mit Beiträgen von Ministerrat, Europäischem Parlament und Marktteilnehmern



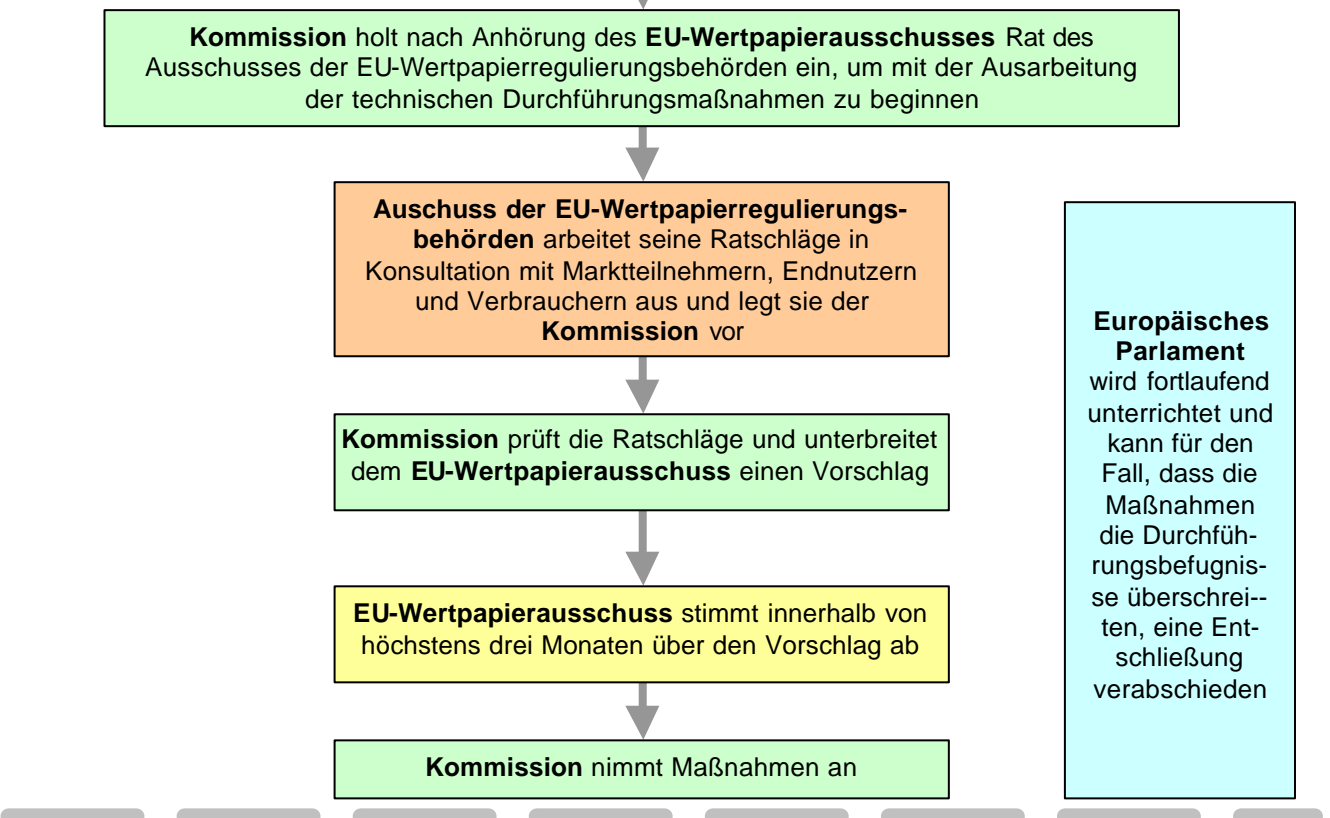
<b>SONSTIGE EMPFEHLUNGEN</b>		
<b>Gegenstand</b>	<b>Empfehlung</b>	<b>Akteure</b>
<b>Verordnungen und Schnellverfahren</b>	Einsatz wann immer möglich, um interinstitutionelle Einigung zu beschleunigen (siehe S. 48)	Europäische Kommission, Europäisches Parlament, Ministerrat
<b>Kohärente Regulierungs- und Aufsichtsstrukturen</b>	<b>Kurzfristig:</b> die auf Stufe 3 tätigen ESRC-Mitglieder müssen in der Lage sein, den eingegangenen Verpflichtungen nachzukommen <b>Längerfristig:</b> Kohärenz muss auch in fundamentalen Bereichen angestrebt werden (siehe S. 48)	Mitgliedstaaten, Regulierungsbehörden, Europäische Kommission
<b>Überwachung des Regulierungssystems</b>	Halbjährliche Überprüfung der Funktionsfähigkeit des Vier-Stufen-Konzepts (siehe S. 49)	Neuer, zu diesem Zweck eingesetzter Ausschuss, der sich aus zwei externen, vom Ministerrat bestellten Personen und Vertretern der Europäischen Kommission und des Europäischen Parlaments zusammensetzt
<b>Vollständige Überprüfung 2004</b>	Vollständige und transparente Überprüfung (Regierungskonferenz 2004)	Europäische Kommission, Europäisches Parlament, Ministerrat

# DAS VOM AUSSCHUSS EMPFOHLENE VIER-STUFEN-KONZEPT

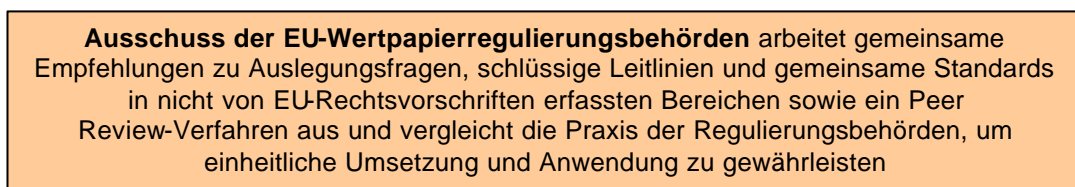
## STUFE 1



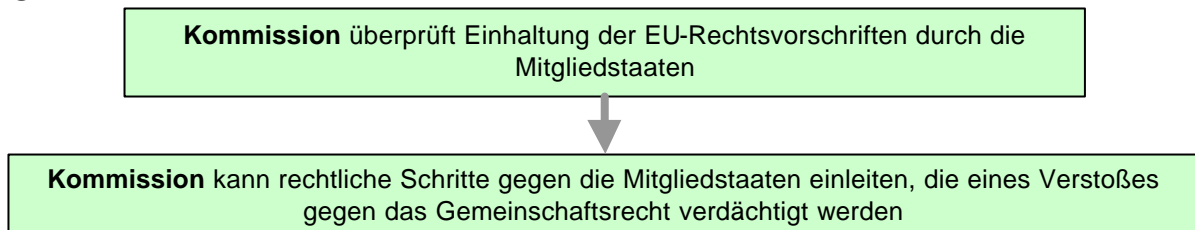
## STUFE 2



## STUFE 3



## STUFE 4



## EINLEITUNG

Die Resonanz auf seinen ersten Bericht hat den Ausschuss der Weisen sehr ermutigt. Seine ersten Empfehlungen stießen im Grundsatz auf breite Zustimmung und wurden auch von den Wirtschafts- und Finanzministern und vom Europäischen Rat in Nizza bestätigt.

*Ausschuss durch Resonanz auf ersten Bericht ermutigt*

Seine Einschätzung der europäischen Finanzmärkte und der großen Vorteile, die die Europäische Union in naher Zukunft aus der Schaffung eines integrierten Finanzmarkts ziehen könnte, stieß auf breite Zustimmung. Die Konsultationen haben dem Ausschuss gezeigt, dass die schnellstmögliche Umsetzung des Finanzdienstleistungs-Aktionsplans der Kommission und die Beschleunigung der Arbeiten in einigen prioritären Bereichen von breiten Kreisen für dringend erforderlich gehalten wird. Kapitel I gibt einen kurzen Überblick über die wichtigsten Ergebnisse der ersten drei Kapitel des ersten Berichts.

*Weitgehende Einigkeit über*

- *Derzeitige Probleme und potentielle künftige Vorteile,*
- *die Notwendigkeit der Beschleunigung der Arbeiten an Prioritäten des Finanzdienstleistungs-Aktionsplans*

Es wurde nahezu einhellig die Auffassung vertreten, dass der derzeitige Rechtssetzungsrahmen der EU zu langsam, zu starr und zu komplex ist und dem raschen Wandel auf den weltweiten Finanzmärkten nicht gerecht wird. Darüber hinaus stimmten fast alle darin überein, dass bestehende Regeln und Vorschriften nicht einheitlich umgesetzt und Unternehmen gleicher Art dadurch nicht immer gleich behandelt werden, was die erforderliche Wettbewerbsneutralität der Aufsicht zu gefährden droht.

*Allgemeine  
Übereinstimmung  
über Unzuläng-  
lichkeit des be-  
stehenden EU-  
Rechtssetzungs-  
rahmens – und  
damit über die  
Notwendigkeit  
einer Reform*

In nahezu allen Stellungnahmen wurde der vom Ausschuss vorgeschlagene Regulierungsansatz befürwortet, wobei in keinem einzigen Fall gegen das auf den Seiten 24 bis 27 skizzierte Vier-Stufen-Konzept Einwand erhoben wurde. Während die Mitgliedstaaten, die Europäische Kommission, die Europäische Zentralbank, europäische Regulierungsbehörden und Marktteilnehmer den Vorschlägen weitgehend positiv gegenüberzustehen scheinen, wollte insbesondere das Europäische Parlament eine Garantie dafür, dass die vorgeschlagenen vier Stufen das institutionelle Gleichgewicht nicht beeinträchtigen. In Kapitel II werden deshalb nicht nur die Vorschläge des Ausschusses näher dargelegt, sondern wird auch erläutert, wie diese in der Praxis funktionieren sollen. Die ursprünglichen Vorstellungen des Ausschusses werden darin weiterentwickelt und eine Reihe neuer Vorschläge und Sicherheiten aufgenommen, die ein einwandfreies und faires Gleichgewicht zwischen den Institutionen gewährleisten sollen und die Einhaltung demokratischer Verfahren auf nationaler und europäischer Ebene sicherstellen. Den Stellungnahmen folgend wird die Bedeutung völliger Transparenz, unterstützt durch ein offenes Konsultationsverfahren für Marktteilnehmer und Verbraucher, erheblich stärker in den Vordergrund gestellt.

*Breite Unterstüt-  
zung für erste  
Empfehlungen  
des Ausschusses*

*Europäisches  
Parlament fordert  
Garantie des  
institutionellen  
Gleichgewichts*

Eine Analyse aller Stellungnahmen ist in Anhang 3 enthalten.

*Analyse der Stel-  
lungnahmen zum  
ersten Bericht im  
Anhang*

Eine Reform des Rechtsetzungsprozesses ist von zentraler Bedeutung, denn diese würde nicht nur die rasche Umsetzung des Finanzdienstleistungs-Aktionsplans garantieren, sondern den Europäern auch die Gewähr einer stärker rechenschaftspflichtigen und effizienteren Regulierungsstruktur geben, die es weltweit mit den Besten aufnehmen kann.

*Um die Wettbe-  
werbsfähigkeit der  
EU für die Zukunft  
zu sichern, muss  
der Rechtset-  
zungsprozess  
umgehend refor-  
miert werden*

Genau darin liegt die wirklich strategische und wettbewerbliche Herausforderung. Der Europäischen Union steht die Nutzung der Vorteile eines integrierten Finanzmarkts nicht von Natur aus zu. Um in den Genuss dieser Vorteile zu kommen, muss sie zunächst einen integrierten Markt schaffen - und dazu in vielen Bereichen auf sehr niedrigem Niveau ansetzen. Sollte ihr dies nicht gelingen, werden Wirtschaftswachstum, Beschäftigung und Wohlstand hinter ihren Möglichkeiten zurückbleiben und Wettbewerbsvorteile an Standorte außerhalb der EU abgeben. Damit wäre die Gelegenheit, den Euro

*Der EU stehen  
die Vorteile eines  
integrierten Mark-  
tes nicht von Na-  
tur aus zu - sie  
muss einen sol-  
chen Markt schaf-  
fen*

*Gelingt dies nicht  
bedeutet dies nie-*

zu ergänzen, seine Rolle zu stärken und die europäische Integration zu vertiefen vertan.

*drigeres Wachstum, weniger Beschäftigung....*

Fortschritte erfordern jedoch Initiative und die Bereitschaft, auf partnerschaftlicher Basis für das weitergehende, tiefere und strategische Langzeitinteresse der Europäischen Union und der in ihr lebenden Menschen zusammenzuarbeiten. Alle Beteiligten, d.h. der Ministerrat, das Europäische Parlament, die Europäische Kommission, die Regulierungsbehörden, Marktteilnehmer und Verbraucher werden ihre Positionen entsprechend anpassen müssen, um weiterzukommen. Doch wird sich dieser Einsatz summa summarum lohnen.

*Um Fortschritte zu erzielen, sind alle Beteiligten zu Initiative, Partnerschaft und Zusammenarbeit aufgerufen*

Es gibt keine überzeugende Alternative. Eine Beibehaltung des Status quo würde die derzeitige Fragmentierung des europäischen Finanzmarkts noch weiter vertiefen. Dies wäre gleichbedeutend mit entgangenem Nutzen, verpassten Gelegenheiten und einer europäischen Wirtschaft, die hinter ihren Möglichkeiten zurückbleibt, weil die europäischen Ersparnisse auf andere Märkte fließen. Der Ausschuss ist fest davon überzeugt, dass das in diesem Bericht vorgeschlagene Konzept der einzig zukunftsträchtige Weg ist. Andere Möglichkeiten, wie die Einrichtung einer europäischen Regulierungsbehörde, sind unter den gegebenen Umständen aus den im ersten Bericht genannten Gründen nicht realistisch.

*Es gibt keine überzeugende Alternative*

Der Ausschuss fordert die europäischen Staats- und Regierungschefs dringend auf, diese Chance zum Fortschritt anlässlich der Tagung des Europäischen Rates am 23./24. März in Stockholm zu nutzen und eine auf den Empfehlungen des Ausschusses beruhende Entschließung zu verabschieden, die auch eine Einigung mit dem Europäischen Parlament beinhaltet.

*Ausschuss fordert Staats- und Regierungschefs dringend auf, diese Chance zum Fortschritt bei der Tagung des Europäischen Rates am 23./24. März in Stockholm zu nutzen*

# KAPITEL I

## GRÜNDE FÜR DIE REFORM

### 1. WIRTSCHAFTLICHER NUTZEN

Der Ausschuss unterstreicht hier erneut, dass die Schaffung eines integrierten Finanzmarktes in der Europäischen Union mit erheblichem Nutzen verbunden sein wird. Diese Einschätzung wird nicht nur durch die Reaktionen auf Kapitel I des ersten Berichts bestätigt, sondern auch durch neuere wissenschaftliche Arbeiten untermauert.

*Ein integrierter europäischer Finanzmarkt lässt erheblichen Nutzen erwarten*

Ein integrierter europäischer Finanzmarkt wird unionsweit einen freien Kapital- und Dienstleistungsverkehr ermöglichen, wenn dabei für angemessene aufsichtsrechtliche Sicherheiten und angemessenen Anlegerschutz gesorgt ist. Die derzeitigen Hürden, die von unnötiger Bürokratie über mangelndes Vertrauen bis hin zu unverhohlenem Protektionismus reichen, werden dann der Vergangenheit angehören. Die europäischen Unternehmen - ob groß oder klein - werden zur Finanzierung ihrer Geschäftsvorhaben auf tiefe, liquide und innovative Kapitalpools in Euro zurückgreifen können. Wettbewerb und größere Auswahl werden die Kosten der Kapitalaufnahme senken. Dem aus europäischen Ersparnissen gespeisten Angebot an europäischem Kapital wird in Kürze eine entsprechende Kapitalnachfrage der europäischen Unternehmen gegenüberstehen. Die Verbraucher werden Finanzdienstleistungen und Wertpapiere leichter als bisher von den besten europäischen Anlage-, Versicherungs- oder Pensionsfondsanbietern beziehen können und mit wachsender Auswahl steigende Nettorenditen erzielen. Auch grenzübergreifendes Clearing/grenzübergreifende Abrechnung dürften sich verbilligen. Dies sind nur einige der offensichtlichen Vorteile auf mikroökonomischer Ebene.

***Mikroökonomische Vorteile:***  
*Rationellere Kapitalallokation; größere Liquidität zum Nutzen aller Unternehmen, insbesondere der KMU; geringere Kapitalkosten; höhere Nettorenditen für Verbraucher; billigeres grenzübergreifende(s) Clearing/Abrechnung*

Auf makroökonomischer Ebene wird sich die Produktivität von Kapital und Arbeit erhöhen, wodurch sich auch das Potenzial für ein stärkeres BSP-Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen erhöht. **Diese handfesten Vorteile müssen so präzise wie möglich quantifiziert und so schnell wie möglich von der Europäischen Kommission veröffentlicht werden, da sie den politischen, wirtschaftlichen und sozialen Argumenten für Reform und Fortschritt Auftrieb verleihen werden.\*** Im Grunde wäre dazu ein Cecchini-Bericht für den Finanzmarkt erforderlich.\*\* **Darüber hinaus sollte die Kommission ein umfassendes Verzeichnis makro- und mikroökonomischer Indikatoren erstellen, um die Fortschritte, die in Richtung eines integrierten europäischen Finanzmarkts erzielt werden, fortlaufend zu bewerten.**

**Makroökonomische Vorteile:**  
höhere Produktivität von Kapital und Arbeit; mehr Wachstum/ Beschäftigung  
Vorteile müssen quantifiziert werden

Der Ausschuss ist ferner der Auffassung, dass die Integration für alle Mitgliedstaaten von Nutzen sein wird, wenn die europäischen Finanzmärkte offen, wettbewerbsfähig und innovativ sind. **Der Ausschuss fordert die Regierungen und die europäischen Institutionen dringend auf, angemessene Rahmenbedingungen für die Bereitstellung von Risikokapital für expandierende kleine und mittlere Unternehmen zu gewährleisten, da diese für die Schaffung von Arbeitsplätzen von zentraler Bedeutung sind.** Der Ausschuss ist auch der Auffassung, dass, wenn seine Empfehlungen befolgt und wirksam umgesetzt werden, die Hauptnutznießer der Integration die kleinen und mittleren europäischen Unternehmen sein werden.

Alle Mitgliedstaaten werden profitieren

Die Bereitstellung von Risikokapital für KMU muss gewährleistet werden

Bei Einhaltung der Empfehlungen dürften KMU Hauptnutznießer sein

## 2. TRENDS AUF DEM EUROPÄISCHEN FINANZMARKT

Der Ausschuss hat festgestellt, dass in einigen Segmenten des Finanzmarkts zufriedenstellende Fortschritte in Richtung Binnenmarkt zu verzeichnen sind – zum Beispiel auf dem nicht durch Garantien unterlegten Interbankenmarkt. Der Euro-Anleihemarkt hat mit einem Markt für Euro-Staatsanleihen, der um 40 % größer ist als der US-Schatzanleihemarkt, inzwischen auch einen beachtlichen Umfang erreicht. Der Euro-Industrieanleihemarkt bleibt jedoch weit hinter dem entsprechenden US-Markt zurück.

Gemischte Signale für die Entwicklung der Finanzmärkte in der EU

Positiv zu vermerken ist, dass die europäischen Börsen im Jahr 2000 Rekordumsätze erzielten, was ein weiterer Beweis für eine aufkommende europäische Aktienkultur ist. Dennoch bleibt die Kapitalisierung der europäischen Börsen deutlich hinter der amerikanischen Börsen zurück. Zusammengenommen sind die europäischen Wertpapiermärkte grosso modo noch immer nur rund

EU-Märkte nach wie vor nur etwa halb so groß wie in den USA

---

\* Die Kapitalausstattung der europäischen Versicherungsunternehmen, Investmentfonds (OGAW) und Pensionsfonds beträgt allein 10 Billionen Euro – was der Höhe des europäischen BSP entspricht und die Bedeutung dieses Sektors unterstreicht.

\*\* Im ursprünglichen Cecchini-Bericht waren die Kosten, die ein Verzicht auf Integration bei Waren und Dienstleistungen verursacht hätte, ermittelt worden.

halb so groß wie ihre amerikanischen Pendants.

Die Entwicklung der europäischen Wertpapiermärkte wird durch eine Fülle zusammenhängender Faktoren und Hindernisse verzögert. Dazu zählen u.a.

- das Fehlen klarer europaweiter Regelungen in einer Vielzahl von Bereichen (z.B. Prospekte, grenzübergreifende Sicherheiten, Marktmissbrauch, Erbringung von Wertpapierdienstleistungen), was die Einführung eines Systems der gegenseitigen Anerkennung verhindert;
- ein ineffizientes Rechtsetzungssystem;
- mangelnde Einheitlichkeit bei der Umsetzung, was z.T. darauf zurückzuführen ist, dass es keine gemeinsame Interpretation der bestehenden Vorschriften gibt;
- eine Vielzahl von Transaktions-, Clearing- und Abrechnungssystemen, die eine Fragmentierung der Liquidität bewirken und die Kosten in die Höhe treiben, insbesondere beim grenzübergreifenden Clearing und bei der grenzübergreifenden Abrechnung;
- die unzureichende Entwicklung kapitalgedeckter Altersversorgungssysteme in den meisten Mitgliedstaaten.

*Entwicklung des Finanzmarkts in der EU wird durch zahlreiche Faktoren behindert, wie ....*

*Fehlen klarer europaweiter Regeln, effizienter Entscheidungsprozesse oder einer gemeinsamen Auslegung bestehender Vorschriften*

### 3. ANDERE INTEGRATIONSHEMMENDE FAKTOREN

Nach Auffassung des Ausschusses gibt es darüber hinaus noch eine Reihe anderer Faktoren, die erheblich zur Verzögerung der Marktintegration beitragen und denen nicht direkt oder nicht immer durch Vorschriften und Praktiken der Regulierungsbehörden beigegeben werden kann. Unter diese Kategorie fallen vor allem:

*Doch gibt es darüber hinaus noch andere Faktoren, die die Marktintegration hemmen....*



- **Unterschiede in den Rechtssystemen** (z.B. Konkursverfahren, Effizienz der Gerichtsverfahren usw.); *Die größten Unterschiede bestehen bei Rechtssystemen und Besteuerung...*
- **Unterschiede in der Besteuerung** (z.B. Einbehaltung von Steuern, Börsenumsatzbesteuerung oder unterschiedliche Steuersätze für Aktien und Staatsanleihen usw.);
- **politische Schranken** (verschiedene kreative Verfahren, die durch Bevorzugung einheimischer Anbieter nationale Märkte oder Produkte schützen); *Politische Schranken, Außenhandels-schranken und....*
- **Außenhandelsschranken** (so dürfen europäische Börsen in den USA keinen Bildschirmhandel betreiben);
- **kulturelle Schranken**, bei denen zwischen zwei Typen zu unterscheiden ist: erstens solchen, die auf politischem Wege beseitigt werden können – z.B. unterschiedliche Konzepte bei der Unternehmensverfassung; unterschiedliche Schwerpunktsetzung bei Bedeutung und Rolle der Wettbewerbspolitik; unterschiedliches Vorgehen bei der Konsultation des Marktes; unterschiedliche Offenlegungsstandards. Und zweitens solchen, die sich mit zunehmender Marktintegration hoffentlich einander annähern werden – wie unterschiedliche Unternehmenskulturen, die in vielen Fällen den Nachschub neuer, schnell expandierender Unternehmen auf dem Aktienmarkt behindern, was nach wie vor darauf zurückzuführen ist, dass der europäische Wagniskapitalmarkt noch immer nur einem Drittel des entsprechenden US-Marktes entspricht. *Kulturelle Schranken...*

Auch wenn es nicht Aufgabe des Ausschusses ist, Vorschläge für die Beseitigung dieser Schranken zu unterbreiten, müssen sie seiner Auffassung nach dennoch in Angriff genommen werden, soll das Potential eines integrierten europäischen Finanz- und Wertpapiermarkts voll ausgeschöpft werden. Zu diesem Zweck sollte die Kommission in Zusammenarbeit mit den Mitgliedstaaten ein umfassendes Verzeichnis der bestehenden Handelsschranken erstellen. **In der nächsten Handelsrunde muss die Beseitigung der Handelsschranken, die das größte Hindernis für eine globale Expansion der EU-Wertpapierhäuser darstellen, eine Priorität der EU sein.**

*Auch diese Schranken müssen beseitigt werden  
Die Außenhandels-schranken sollten bei der nächsten Handelsrunde beseitigt werden*

#### 4. FEHLENDE RECHTSVORSCHRIFTEN AUF EUROPÄISCHER EBENE

In vielen Bereichen wird die grenzübergreifende Integration der Wertpapiermärkte hauptsächlich durch lückenhafte oder fehlende Regelungen auf europäischer Ebene verhindert. Um diese zu schließen, hat die Europäische Kommission den Aktionsplan für Finanzdienstleistungen aufgelegt (der laut Europäischem Rat von Lissabon bis spätestens 2005 umgesetzt sein soll). Zu den größten Lücken zählen

*Eines der größten Handicaps ist das Fehlen grundlegender Rechtsvorschriften auf europäischer Ebene*

*Der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen soll die*

*bestehenden  
Lücken schließen*

- das Fehlen allgemein vereinbarter Leitlinien für alle Rechtsvorschriften im Finanzdienstleistungsbereich;
- die fehlende gegenseitige Anerkennung für den Großkundenmarkt im Rahmen der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie, die geregelten Märkte selbst, den breiten Privatkundenmarkt und einen einheitlichen Emittentenpass für die grenzübergreifende Kapitalaufnahme;
- veraltete Zulassungsvorschriften, fehlende Unterscheidung zwischen der Zulassung zur Börsennotierung und der Zulassung zum Handel und fehlende Definition des Begriffs öffentliches Angebot;
- unscharfe Abgrenzung des Geltungs- und Anwendungsbereichs der Wohlverhaltensregeln (Artikel 11 der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie) und der Definition des professionellen Anlegers;
- keine angemessenen Vorschriften für alternative Handelssysteme;
- mögliche Unstimmigkeiten zwischen der Richtlinie über den elektronischen Geschäftsverkehr und der Richtlinie über Finanzdienstleistungen;
- keine umfassende Regelung in Bezug auf Marktmissbrauch;
- keine Vereinbarung in Bezug auf grenzübergreifende Sicherheiten;
- keine gemeinsamen Rechnungslegungsgrundsätze;
- veraltete Anlagevorschriften für OGAW und Pensionsfonds;
- ungelöste politische Fragen in Bezug auf Clearing und Abrechnung;
- keine vereinbarten Übernahmeregulungen;
- kein einheitlicher Verbraucherschutz auf hohem Niveau und keine wirksamen Verfahren für die Beilegung grenzübergreifender Streitfälle.

*Die Liste der fehlenden europäischen Rechtsvorschriften ist lang und umfasst zentrale Bereiche*

*Hier einige der wichtigsten....*

*Diese Liste lässt sich weiter fortsetzen*

Diese Liste lässt sich weiter fortsetzen.

Viele der genannten Lücken und Mängel werden derzeit durch neue Rechtsvorschriften zu schließen bzw. zu beseitigen versucht. Doch werden die Ergebnisse bei dem derzeitigen Tempo viel zu lange auf sich warten lassen, was der Entstehung effizienter Wertpapiermärkte in der EU erheblich im Wege steht. Die Marktinfrastruktur (Börsen und Clearing- und Abrechnungssysteme) ist nicht so effizient wie sie sein könnte und die Chancen auf eine fristgerechte Umsetzung des Finanzdienstleistungs-Aktionsplans sind äußerst gering. Dieser unbefriedigenden Situation abzuhelpen, sollte nach Auffassung des Ausschusses eine der Prioritäten der Union sein.

*Die Folge?  
Die grenzübergreifende Konsolidierung von Märkten und Börsen wird behindert.  
Fristgerechte Umsetzung des Aktionsplans fraglich*

## **5. PRIORITÄTEN SETZEN – EINE MÖGLICHKEIT, SCHNELLER VORANZUKOMMEN**

Nach Ansicht des Ausschusses müssen sich die europäischen Entscheidungsträger sehr viel nachdrücklicher dafür einsetzen, im Rahmen des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen die Prioritäten für die nächste Zeit festzulegen. Die Politik sollte sich auf die Prioritäten konzentrieren, mit denen sich das Ziel eines integrierten europäischen Finanzmarkts am schnellsten und am besten erreichen lässt. Sie sollten sich für ihre Einigung untereinander eine knappe Frist setzen und dafür sorgen, dass diese Frist eingehalten wird.

*Europäische Regierungen müssen entschloss-freudiger sein und solche Prioritäten setzen, die in kürzester Zeit die größte Wirkung entfalten.*

Dies ist kein leichtes Unterfangen. Der Ausschuss ersucht den Europäischen Rat dringend, sich auf seinem März-Gipfel in Stockholm auf eine Prioritätenliste zu verständigen, die bis spätestens 2003 umzusetzen ist. Der Ausschuss schlägt folgende Prioritäten vor:

*Der Europäische Rat sollte sich auf seiner Tagung in Stockholm auf eine Prioritäten-liste einigen, die 2003 umgesetzt sein soll.*

#### **PRIORITÄTEN DES AUSSCHUSSES DER WEISEN - UMZUSETZEN BIS SPÄTESTENS ENDE 2003**

- Einheitlicher Prospekt für Emittenten mit obligatorischer Globalregistrierung
- Aktualisierung der Börsenzulassungsanforderungen und klare Trennung zwischen Zulassung zur Börse und Zulassung zum Handel
- Allgemeine Anwendung des Herkunftslandprinzips (gegenseitige Anerkennung) auf die Großkundenmärkte und präzise Definition des professionellen Anlegers
- Aktualisierung und Ausweitung der Anlagevorschriften für Investment- und Pensionsfonds
- Einführung internationaler Rechnungslegungsgrundsätze
- Europäischer Pass (einmalige Zulassung) für Aktienmärkte (nach dem Grundsatz der Herkunftslandkontrolle).

*Prioritäten des Ausschusses*

#### **6. GRÖSSTES PROBLEM: DAS DERZEITIGE RECHTSETZUNGSSYSTEM FUNKTIONIERT NICHT**

Das Problem ist nur zum Teil die unvollständige Regelung auf europäischer Ebene. Hauptursache ist vielmehr die Art und Weise, wie EU-Recht gesetzt (oder eben nicht gesetzt) und "umgesetzt" (bzw. nicht "umgesetzt") wird. Kurz: Das Problem ist das System selbst.

*Grösstes Problem – die Rechtsetzung auf EU-Ebene funktioniert nicht.*

Recht wird auf EU-Ebene in der Weise gesetzt, dass die Europäische

*Derzeitige*

Kommission dem Rat und dem Europäischen Parlament einen Vorschlag unterbreitet, über den im Mitentscheidungsverfahren nach Artikel 251 EG-Vertrag entschieden wird. Das Mitentscheidungsverfahren dauert vom Kommissionsvorschlag bis zur abschließenden Einigung in allen Rechtsetzungsbereichen durchschnittlich über zwei Jahre - im Bereich der Finanzdienstleistungen dauert das Verfahren noch länger.\*

*Verfahren*

Die Kommission unternimmt bei der Ausarbeitung ihrer Vorschläge inzwischen größere Anstrengungen, um die Regulierungsbehörden und Märkte zu geplanten Rechtsetzungsvorschlägen zu konsultieren, aber bisher ist eine solche Konsultation nicht verbindlich, und es gibt weder ein gemeinsam vereinbartes Verfahren noch verbindliche Fristen.

*Unzureichende Konsultation und Transparenz*

Zudem hat die Kommission aufgrund des "*Subsidiärtdrucks*" aus den Mitgliedstaaten bisher allgemein eher Richtlinien als Verordnungen vorgeschlagen. Dies gibt den Mitgliedstaaten einen größeren Spielraum bei der Umsetzung des Gemeinschaftsrechts, führt jedoch allzu häufig zu einer ungleichen Umsetzung und zu einer unterschiedlichen Auslegung der Vorschriften. Darüber hinaus ist der Druck für die Kommission höher, die ordnungsgemäße Umsetzung zu überprüfen und durchzusetzen. Für die Umsetzung einer Richtlinie in innerstaatliches Recht sind mindestens 18 Monate erforderlich.

*plus ungleiche Umsetzung und unterschiedliche Durchführung vereinbarter Gemeinschaftsvorschriften durch die Mitgliedstaaten*

In diesem Rechtsetzungssystem können sich Hindernisse auf vier Ebenen ergeben:

- (i) bei der **Kommission** selbst – die überlastet ist und mitunter Startschwierigkeiten hat;
- (ii) besonders offenkundig beim **Ministerrat**, wo allzu häufig die Tendenz besteht, konkrete Kommissionsvorschläge unnötig zu komplizieren (oft, um 15 einzelstaatliche Rechtssysteme in einen Gemeinschaftsrahmen einzupassen);
- (iii) beim **Europäischen Parlament**, obwohl weit seltener als in der Vergangenheit;
- (iv) und zu guter Letzt in den **Mitgliedstaaten**, wo das

*Vielfältige Blockademöglichkeiten*

---

\* Zwischen 1. Mai 1999 und 31. Oktober 2000 wurden **in allen Rechtsetzungsbereichen** 19 % der Vorschläge in erster Lesung angenommen, 53 % in zweiter Lesung, 28 % kamen vor den Vermittlungsausschuss. Das Verfahren bis zur ersten Lesung dauerte durchschnittlich 8 Monate, bis zur zweiten Lesung waren es über zwei Jahre, und der Vermittlungsausschuss verlängerte das Verfahren um weitere 2 bis 3 Monate.

Gemeinschaftsrecht häufig spät und unvollständig umgesetzt wird.

Insgesamt weist das derzeitige Rechtsetzungssystem daher eine Reihe größerer Mängel auf:

*Das derzeitige  
Rechtsetzungs-  
system*

- **Es ist zu langwierig** (z. B. die Richtlinie über Übernahmeangebote (Verfahrensdauer bisher 12 Jahre und immer noch nicht erlassen); Statut der Europäischen Aktiengesellschaft (über 30 Jahre); Basel I (über 4 Jahre). *ist zu langwierig,*
- **Es ist zu unflexibel** und kann nicht schnell genug auf Marktveränderungen reagieren. Jede Änderung, auch wenn sie geringfügig oder rein technischer Art ist, bedarf eines eigenständigen Kommissionsvorschlags, über den im Mitentscheidungsverfahren verhandelt wird. *zu unflexibel,*
- **Es produziert Zweideutigkeit** (z. B. Artikel 11 der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie über Wohlverhaltensregeln; öffentliche versus private Angebote in der Richtlinie von 1980). Noch schlimmer ist, dass Richtlinien häufig unterschiedlich umgesetzt werden – zum Teil aufgrund der Vorschriften selbst, zum Teil jedoch auch wegen fehlender Abstimmung der Regulierungsbehörden untereinander. *produziert  
Zweideutigkeit*
- **Es unterscheidet nicht zwischen wesentlichen, bleibenden Grundsätzen und praktischen Vorschriften für die tägliche Anwendung.** Dies führt dazu, dass Richtlinien zu detailliert sind und nicht ohne weiteres aktualisiert werden können. *und macht keinen  
Unterschied  
zwischen  
grundsätzlichen  
Bestimmungen  
und Detail-  
regelungen.*

## 7. ZUNEHMEND RASCHE VERÄNDERUNGEN AUF DEN MÄRKTEN

Die Finanzmärkte - sowohl weltweit als auch in Europa - verändern sich in immer rascherem Tempo. Ein weiterer Grund, warum die europäische Rechtsetzung in der Lage sein muss, mit diesen Veränderungen Schritt zu halten. Globalisierung, vernetzte elektronische Echtzeit-Märkte, Deregulierung und die Informationstechnologie steigern das Tempo noch zusätzlich.

*Aber die Märkte  
verändern sich  
immer schneller –  
und die  
europäische  
Rechtsetzung ist  
nicht in der Lage,  
Schritt zu halten...*

Schon allein der Euro führt zu transparenteren, liquideren und stärker integrierten Märkten. Er wirkt als zusätzlicher Stimulus und ist damit ein weiterer Grund, warum sich die Europäische Union eine schnellere und flexiblere Rechtsetzung zulegen muss, wenn sie auf den Weltfinanzmärkten wettbewerbsfähig bleiben will.

*... und schädigt  
damit die  
Wettbewerbs-  
fähigkeit der EU-  
Finanzmärkte.*

## 8. DREI WEITERE WICHTIGE FAKTOREN

3 weitere  
Faktoren  
verdienen  
Aufmerksamkeit

### (i) Konvergenz der Regulierungs- und Aufsichtsinstanzen

In der Europäischen Union befassen sich heute etwa 40 öffentliche Stellen mit der Regulierung und Beaufsichtigung der Wertpapiermärkte. Zuständigkeiten und Verantwortung sind unterschiedlich geregelt. Das Ergebnis auf europäischer Ebene ist Kleinteiligkeit und häufig Konfusion.

(i) Es bedarf  
kohärenter  
Regulierungs-  
und Aufsichts-  
strukturen auf EU-  
Ebene

Kohärentere Regulierungs- und Aufsichtsstrukturen sind unerlässlich, wenn der künftige Ausschuss der EU-Wertpapierregulierungsbehörden, der ein Kernelement des hier vorgestellten Regulierungskonzepts ist, effizient arbeiten soll. Hierauf wird im zweiten Teil dieses Berichts näher eingegangen.

### (ii) Clearing und Abrechnung

(ii) Clearing und  
Abrechnung

Der Ausschuss ist davon überzeugt, dass die Reform des Clearing- und Abrechnungssystems in der Europäischen Union fortgesetzt werden muss. **Die Konsolidierung sollte weitgehend in Händen der Privatwirtschaft bleiben.** Das europäische Clearing- und Abrechnungssystem sollte in seinen Grundzügen von den Marktkräften bestimmt werden: z. B. Hinsichtlich des Umfangs der Verbindungen zwischen den in diesem Bereich tätigen Stellen (Clearing- und Abrechnungshäuser, Zentralverwahrer usw.) und der etwaigen Einrichtung einer zentralen europäischen Gegenpartei.

Restrukturierung  
– angeführt von  
der  
Privatwirtschaft –  
vonnöten, um  
Konsolidierungs-  
hindernisse zu  
beseitigen

**Dies bedeutet nicht, dass es hier nicht auch um öffentliche Belange geht.** Die Politik sollte sich insbesondere darauf konzentrieren, die Hemmnisse und Schranken zu beseitigen, die eine Konsolidierung erschweren. Von besonderer politischer Tragweite sind die im Vergleich zu den USA wegen der Fragmentierung der Märkte unverhältnismäßig hohen Kosten für Clearing und Abrechnung bei grenzübergreifenden Transaktionen, Wettbewerbsfragen (offener und fairer Zugang zu Clearing- und Abrechnungssystemen, Ausschließlichkeitsvereinbarungen usw.), solide technische Verbindungen zwischen den Zentralverwahrern, die aufsichtsrechtlichen Folgen einer zentralen Gegenpartei und die Frage, ob Clearing- und Abrechnungsstellen nach einheitlichen europäischen Normen zugelassen und beaufsichtigt werden sollten (z. B. Voraussetzungen für den Zugang zu Zahlungssystemen, Informationsaustausch und Zusammenarbeit). Unter Umständen könnte es auch erforderlich sein, Clearing und Abrechnung zu trennen (ein leistungsfähiges Clearingsystem liegt im öffentlichen Interesse).

Kernfragen:

Im Vergleich zu  
den USA  
exzessive  
Clearing- und  
Abrechnungs-  
kosten für  
grenzüber-  
greifende  
Transaktionen in  
Europa;  
Wettbewerbs-  
fragen,  
aufsichtsrecht-  
liche Folgen

**Sollte sich nach einer gewissen Zeit herausstellen, dass der private Sektor nicht in der Lage ist, ein leistungsfähiges europaweites Clearing- und Abrechnungssystem zu schaffen, wären nach Dafürhalten des Ausschusses klare politische Vorgaben notwendig, um in dieser Sache voranzukommen.**

*Gelingt es der Privatwirtschaft nicht, ein effizientes Clearing- und Abrechnungssystem einzuführen, sind politische Vorgaben erforderlich. Ist eine Rahmenregelung für Clearing und Abrechnung auf EU-Ebene erforderlich?*

Im Hinblick auf die derzeitigen Konsultationen im Zusammenhang mit der **Aktualisierung der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie** (geplant für das zweite Halbjahr 2001) und die **Arbeiten der Giovannini-Gruppe\*** drängt der Ausschuss darauf, dass die **Frage, ob die EU eine Rahmenregelung für Clearing und Abrechnung einführen muss, ernsthaft geprüft wird.**

Eine solche Rahmenregelung müsste dem Umstand Rechnung tragen, dass der **Sicherstellung des reibungslosen Funktionierens europäischer Clearing- und Abrechnungssysteme als Voraussetzung für leistungsfähige Wertpapiermärkte grundlegende Bedeutung zukommt.** Darüber hinaus müssten auch allgemeine systemimmanente Aspekte berücksichtigt werden sowie die Frage, inwieweit diese Systeme als Infrastruktur für Offenmarktgeschäfte und für das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme wesentlich sind. Schließlich wäre zu erwägen, ob nicht die Europäische Zentralbank in die Arbeiten einbezogen werden müsste. **Der ECOFIN-Rat könnte den Wirtschafts- und Finanzausschuss bitten, eine Diskussion über diese Themen anzuregen.**

*Ein reibungsloses Funktionieren der Clearing- und Abrechnungssysteme ist für leistungsfähige Wertpapiermärkte und als Infrastruktur für Offenmarktgeschäfte wesentlich.*

*Der Wirtschafts- und Finanzausschuss könnte sich dieser Fragen annehmen. Wettbewerbsfragen: Die GD Wettbewerb sollte die Lage sorgfältig prüfen.*

Was die Wettbewerbsfragen anbelangt, **schlägt der Ausschuss vor, dass die Generaldirektion Wettbewerb der Europäischen Kommission die Lage sorgfältig prüft, um sicherzustellen, dass die Wettbewerbspolitik der Gemeinschaft in diesem Schlüsselsektor gebührend beachtet wird.**

### **(iii) Die aufsichtsrechtlichen Folgen in den Griff bekommen**

Zwar ist der Ausschuss der Überzeugung, dass breite, tiefe, liquide und innovative Finanzmärkte erhebliche Effizienzgewinne mit sich bringen werden, die auch den europäischen Bürgern individuell zugute kommen, doch gehen Effizienzsteigerungen seiner Meinung

*Die Vorteile einer Marktintegration sind zwar offenkundig, doch hat dies nicht unbedingt mehr*

---

\* Die aus Marktteilnehmern bestehende Giovannini-Gruppe berät die Kommission in Wirtschafts- und Finanzangelegenheiten. Die Gruppe befasst sich seit kurzem auch mit Clearing und Abrechnung.

nach nicht unbedingt mit mehr Stabilität einher.

*Stabilität zur Folge.*

Eine stärkere Integration der Wertpapiermärkte führt zu einer engeren Verbindung zwischen den Finanzintermediären bei grenzübergreifenden Geschäften, was sie anfälliger für Markteinbrüche macht. Es ist nicht Aufgabe dieses Ausschusses, solche Risiken zu bewerten oder gar Empfehlungen abzugeben, wie damit umzugehen ist. Angesichts der zunehmenden Verflechtung der einzelnen Marktsegmente und des breiten Spektrums der Finanzintermediäre **ist der Ausschuss jedoch der Ansicht, dass die Zusammenarbeit zwischen den für die Finanzmärkte zuständigen Regulierungsbehörden und den für die Einzel- und Gesamtaufsicht zuständigen Stellen auf europäischer Ebene dringend verstärkt werden muss. Der ECOFIN-Rat sollte den Wirtschafts- und Finanzausschuss bitten, über den Fortgang dieser Zusammenarbeit zu berichten.**

*Nach Ansicht des Ausschusses ist eine intensivere Zusammenarbeit zwischen den Regulierungs- und Aufsichtsbehörden auf EU-Ebene dringend erforderlich.*

## 9. RESSOURCEN UND FORTBILDUNG

Die Errichtung eines integrierten europäischen Finanzmarkts innerhalb des engen Zeitrahmens, den die Regierungs- und Staatschefs der Europäischen Union vorgegeben haben, **erfordert die Bereitstellung ausreichender Mittel.** Dies gilt insbesondere für die Europäische Kommission, das Europäische Parlament und die nationalen Regulierungsbehörden. Es mangelt allgemein an Sachverständigen mit dem nötigen Detailwissen für diese schwierige Aufgabe.

*Für die Errichtung eines integrierten EU-Finanzmarkts müssen ausreichende Mittel bereitgestellt werden.*

*Es mangelt allgemein an Sachverständigen mit dem nötigen Detailwissen.*

**Der Ausschuss ist der festen Überzeugung, dass für die Errichtung eines integrierten europäischen Finanzmarkts - eine sehr komplexe Aufgabe - zu wenig Personal eingesetzt wird.** In der Europäischen Kommission beispielsweise sind kaum eine Handvoll Mitarbeiter mit der Verfolgung von Verstößen gegen das Gemeinschaftsrecht befasst, eine sehr zeitaufwändige und häufig äußerst komplizierte, gleichwohl wesentliche Tätigkeit. Auch für den Übergang von der Konzeptionsphase zur Aushandlung der zahlreichen im Aktionsplan für Finanzdienstleistungen vorgesehenen Rechtsetzungsvorschläge ist mehr Personal erforderlich. **Die Kommission hat insgesamt zu wenig Mitarbeiter für den Bereich Finanzdienstleistungen, was angesichts der wirtschaftlichen Bedeutung dieses Bereichs für die Europäische Union unlogisch ist.**

*Die Kommission ist in diesem wichtigen Wirtschaftsbereich personell deutlich unterbesetzt...*

**Das Sekretariat des Europäischen Parlaments, das sich mit diesen Fragen befasst, ist ebenfalls unterbesetzt und müsste aufgestockt werden.**

*das EP ebenfalls.*



Der Ausschuss empfiehlt, **dass der Privatsektor zusammen mit den europäischen Regulierungsbehörden eine neue Fortbildungsreihe organisieren sollte**, um die Verbreitung bewährter Praktiken und den Kenntnisstand unter den Regulierungsbehörden und den Marktteilnehmern zu verbessern.

*Neues von der Privatwirtschaft initiiertes Fortbildungsprogramm notwendig*

**Zusammenfassend** ist festzuhalten, dass die Errichtung eines integrierten Wertpapiermarkts in Europa vor allem durch fehlende Grundvorschriften erschwert wird. Die Vordringlichkeit dieser Aufgabe wird immer noch unterschätzt. Das jetzige System kann nicht schnell und flexibel genug die Art von Normen hervorbringen, die moderne Finanzmärkte benötigen. Die inkohärente Umsetzung der Rechtsvorschriften trägt ein Übriges dazu bei, die Entstehung eines europaweiten Markts zu erschweren.

Der Ausschuss der Weisen ist daher der Überzeugung, dass die Rechtsetzung reformiert werden muss, wenn die Europäische Union ihre Ziele verwirklichen will und der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen fristgerecht umgesetzt werden soll. Hierzu müssen ausreichende Ressourcen bereitgestellt werden. Der zweite Teil dieses Berichts enthält Empfehlungen, wie den Herausforderungen begegnet werden kann.

**Zusammenfassung:**

*Grundvorschriften fehlen; Prioritäten werden nicht richtig gesetzt; das jetzige Rechtsetzungssystem funktioniert nicht; inkohärente Umsetzung.*

*Die Rechtsetzung muss deshalb reformiert werden.*

## KAPITEL II

### REFORM DER RECHTSETZUNGSVERFAHREN

#### EMPFEHLUNGEN DES AUSSCHUSSES

##### 1. EINFÜHRUNG

Der Vorschlag des Ausschusses sah in seinem ersten Bericht ein Vier-Stufen-Konzept vor.

**Stufe 1:** Die Grundprinzipien für eine Rahmenregelung werden nach dem üblichen Rechtsetzungsverfahren der EU festgelegt (d. h. Vorschlag der Kommission an Ministerrat und EP/Mitentscheidungsverfahren).

**Stufe 2:** Einsetzung von zwei neuen Ausschüssen – einen EU-Wertpapierausschuss und einen Ausschuss der EU-Wertpapierregulierungsbehörden (nach dem Vorbild des FESCO), um die Europäische Kommission bei der technischen Umsetzung der auf Stufe 1 festgelegten Regelungen zu unterstützen.

**Stufe 3:** Intensivere Zusammenarbeit und Vernetzung der EU-Wertpapierregulierungsbehörden, um eine kohärente, äquivalente Umsetzung der auf Stufe 1 und 2 erlassenen Regelungen zu gewährleisten (einheitliche Durchführungsstandards).

**Stufe 4:** Nachdrücklichere Durchsetzung der Vorschriften, insbesondere durch ein energischeres Vorgehen der Europäischen Kommission bei der Anwendung des Gemeinschaftsrechts, unterstützt durch eine verstärkte Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedstaaten, ihren Regulierungsbehörden und der Privatwirtschaft.

*Der ursprüngliche Vier-Stufen-Vorschlag des Ausschusses*

Diesem Konzept zufolge lassen sich die Finanzmarkt-Vorschriften zwei Kategorien zuordnen: **politische Grundentscheidungen**, die sich in allgemeinen, aber hinreichend präzisen Grundvorschriften konkretisieren (Stufe 1), und **detailliertere technische Vorschriften**, um die Zielvorgaben in voller Übereinstimmung mit den

**Stufe 1 =** Grundsätze  
**Stufe 2 =** detaillierte technische Vorschriften

Grundvorschriften zu verwirklichen (Stufe 2).

Die beiden Ebenen sollten effiziente Normen in dem Sinn hervorbringen, dass die Zielvorgaben mit dem geringstmöglichen Regulierungsaufwand erreicht werden. Ziel muss die Herstellung gleicher Ausgangsvoraussetzungen sein, indem jede Möglichkeit, den Wettbewerb durch rechtliche Schranken zu begrenzen, ausgeschlossen wird. Sie sollten eine rasche Umsetzung ermöglichen und flexibel sein, damit sie dem voraneilenden technischen Fortschritt und der Produktinnovation auf den Finanzmärkten folgen können. Wie die Erfahrung zeigt und wie der Ausschuss in Kapitel II seines ersten Berichts dokumentiert hat, besteht ein Konflikt zwischen diesen Anforderungen und dem Umfang der technischen Detailvorgaben der Grundvorschriften (Richtlinien und Verordnungen).\*

*Von großer Bedeutung sind die Grundsätze Effizienz, niedrige Regulierungskosten, Flexibilität und Wettbewerb*

Bei den Finanzmärkten hilft die Unterscheidung zwischen Rahmenregelung einerseits und auf schnellerem Weg zu erlassenden Durchführungsbestimmungen andererseits, diesen Konflikt zumindest zum Teil auszuräumen. **Nach Ansicht des Ausschusses sollte diese Differenzierung unter folgenden Bedingungen auf EU-Ebene eingeführt werden: Das Verfahren muss transparent sein, das institutionelle Gleichgewicht und die Systematik des EG-Vertrags müssen gewahrt sein.**

*Es ist **notwendig**, auf EU-Ebene zwischen Ebene 1 und Ebene 2 zu unterscheiden, wobei das institutionelle Gleichgewicht und die Transparenz zu wahren ist.*

In diesem Kapitel wird ausführlich dargelegt, wie jede der vier Stufen des Regulierungskonzepts in der Praxis funktionieren sollte. Definiert werden die Hauptaufgaben der einzelnen Institutionen und Akteure und die an sie gestellten Anforderungen. Der Entscheidungsprozess wird anhand von Schaubildern verdeutlicht. Abschließend wird auf Kommentare zu der möglichen Funktionsweise eingegangen.

*In diesem Kapitel wird das vom Ausschuss vorgeschlagene Regulierungskonzept beschrieben.*

---

\* Um nur ein Beispiel zu geben: Auch die begrenzte Möglichkeit der gegenseitigen Anerkennung in der Richtlinie 80/390/EWG für Börsenprospekte kann nicht für die Ausgabe von gedeckten Optionsscheinen oder ähnlichen Finanzinstrumenten genutzt werden.

## KOMMENTARE ZUM VIER-STUFEN-KONZEPT

1. Einige Mitglieder des Europäischen Parlaments äußerten Bedenken, dass das Vier-Stufen-Konzept ihr im EG-Vertrag verankertes Mitentscheidungsrecht verwässern könnte. Sie regen an, mehr Verordnungen statt Richtlinien zu erlassen, "Schnellverfahren" zu nutzen und für deutlich mehr Transparenz zu sorgen.\*
2. Marktteilnehmer und einige Regulierungsbehörden sprachen sich für erheblich mehr Transparenz, Offenheit und Rechenschaftspflicht auf allen Ebenen aus. Eine frühzeitige, institutionalisierte Mitwirkung von Marktteilnehmern und Verbrauchern an der Rechtsetzung wird eindringlich empfohlen. Die Einführung von Verfahrensfristen auf allen Stufen wird allgemein befürwortet.
3. Der "Gehalt" der Regelungsgrundsätze von Stufe 1 und der Durchführungsvorschriften von Stufe 2 sollte klarer bestimmt werden.
4. Die Verbindung zwischen den verschiedenen Stufen sollte deutlicher herausgestellt werden. Klärungsbedürftig ist insbesondere die Stellung des Ausschusses der Wertpapierregulierungsbehörden. Wie soll er eingesetzt werden? Wer soll dem Ausschuss angehören? Wie soll er mit der Kommission zusammenarbeiten? Unter welchen Bedingungen?
5. Angesprochen wurden ferner die Unterschiede zwischen den Zuständigkeiten und Befugnissen der einzelstaatlichen Regulierungsbehörden. Diese Unterschiede könnten die Effizienz des Ausschusses der Wertpapierbehörden und die Zusammenarbeit auf Stufe 3 beeinträchtigen. Einige Stimmen forderten eine stärkere Konvergenz der einzelstaatlichen Regulierungsstrukturen.
6. Auch wurde der Ruf nach gemeinsamen Grundsätzen für alle EU-Finanzmarktvorschriften laut.

*Aus den Reaktionen auf den ersten Bericht abgeleitete wesentliche Kommentare zum Vier-Stufen-Konzept des Ausschusses*

---

\* Rechtsakte können im sogenannten Schnellverfahren nach vorheriger Konsultation und Abstimmung mit dem Ministerrat und der Kommission in erster Lesung im Europäischen Parlament erlassen werden.

## 2. RAHMENREGELUNG FÜR EUROPÄISCHE WERTPAPIERMÄRKTE

Der Ausschuss ist der Überzeugung, dass alle europäischen Vorschriften für Finanzdienstleistungen und Wertpapiere auf gemeinsamen Grundsätzen basieren sollten. Diese Grundsätze sollten kohärent angewandt werden. Sie könnten in einer gemeinsam vom Ministerrat und vom Europäischen Parlament erlassenen Grundverordnung festgelegt oder bei der nächsten Regierungskonferenz in den EG-Vertrag aufgenommen werden. Diese Grundsätze sollen vor allem Folgendes gewährleisten:

- Sicherung des Vertrauens in die europäischen Wertpapiermärkte
- Erhaltung einer Wertpapieraufsicht auf hohem Niveau
- Beitrag zu den Bemühungen der für die Einzel- und Gesamtaufsicht zuständigen Stellen um die Sicherung der Systemstabilität
- Gewährleistung eines angemessenen Verbraucherschutzes im Verhältnis zum jeweiligen Risiko
- Einhaltung der im EG-Vertrag verankerten Grundsätze der Subsidiarität und Verhältnismäßigkeit
- Förderung des Wettbewerbs und Einhaltung der EG-Wettbewerbsregeln
- eine effiziente Regulierung, die Innovationen nicht bremst, sondern fördert
- Berücksichtigung sowohl der europäischen als auch der darüber hinausgehenden internationalen Dimension der Wertpapiermärkte.

*Nach Ansicht des Ausschusses müssen alle Vorschriften für Finanzdienstleistungen und Wertpapiere auf gemeinsamen Grundsätzen basieren.*

## 3. DER VORSCHLAG IM EINZELNEN

### **STUFE 1 – GRUNDSÄTZE**

Nach Ansicht des Ausschusses sollten im Wertpapierrecht neue Typen von Richtlinien oder Verordnungen entwickelt werden, ohne allerdings den EG-Vertrag zu ändern. Diese Richtlinien oder Verordnungen sollten lediglich grundsätzliche Regelungen vorgeben, während der Erlass von Durchführungsvorschriften einer nachgeordneten Ebene übertragen wird.

- **Welcher Art sind die auf Stufe 1 festgelegten Grundsätze?**

Es handelt sich um die politischen Kernprinzipien, d. h. die wesentlichen Elemente eines Vorschlags. Sie sind Ausdruck der

*Welche Grundsätze*

politischen Grundentscheidungen, die das Europäische Parlament und der Ministerrat auf der Grundlage eines Vorschlags der Europäischen Kommission fällen. Sie bestimmen die politische Richtung, die Grundzüge eines Rechtsakts. Sie sollten auf die jeweilige Richtlinie oder Verordnung zugeschnitten sein.

*werden auf Stufe 1 festgelegt?*

Grundsätze der Stufe 1 sollten Art und Umfang der auf Stufe 2 zu erlassenden technischen Durchführungsbestimmungen genau bestimmen und angeben, innerhalb welcher Grenzen sie auf dieser Stufe geändert und aktualisiert werden können, ohne dass eine Änderung der Rahmenregelung erforderlich ist. Auf diese Weise wissen Ministerrat und Europäisches Parlament genau, welcher Art die Durchführungsbestimmungen sind, die sie übertragen sollen. Die Europäische Kommission sollte nach Möglichkeit die Art der Durchführungsbestimmungen angeben, die auf Stufe 2 erlassen werden können.

*Es muss genau angegeben werden, was Grundsätze (Stufe 1) und was Durchführungsbestimmungen (Stufe 2) sind, damit die EU-Institutionen genau wissen, auf welcher Stufe sie sich befinden.*

Hier zwei Beispiele:

- Die geplante Prospekt-Richtlinie: Zu den auf Stufe 1 festzulegenden Grundsätzen würden alle Artikel über die Art des europäischen Passes gehören (obligatorische Globalregistrierung mit einer Beschreibung des Wertpapiers und einer Prospektzusammenfassung, Definition des öffentlichen Angebots, Aufgaben und Befugnisse der zuständigen Behörden, Sprachenregelung usw.). Alle technischen Einzelheiten und Definitionen hingegen, die den durchzuführenden Inhalt des Prospekts betreffen (z. B. Prospektinhalt für ein bestimmtes Finanzinstrument), wären im Verfahren der Stufe 2 festzulegen.
- Ein anderes Beispiel sind die Wohlverhaltensregeln in Artikel 11 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie. In einer neuen Fassung würden die Grundelemente solcher Regeln aufgenommen (Sorgfaltspflicht, Ehrlichkeit, angemessene Offenlegung, Geltung der Verhaltensregeln des Herkunftslands, Notwendigkeit der Unterscheidung zwischen professionellen und privaten Anlegern). Die Detailregelungen hingegen, die Investmentgesellschaften in den Beziehungen zu ihren Kunden anwenden sollten (z. B. welche Art von Angaben vom Kunden verlangt werden können, welche Informationen an den Kunden weitergegeben werden können usw.), wären in den Durchführungsbestimmungen enthalten.

***Einige Beispiele...** die geplante Prospekt-Richtlinie...*

*oder Artikel 11 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie*

Zwei Beispiele für eine EG-Richtlinie neuen Formats sind in Anhang 4 aufgeführt, um das Konzept des Ausschusses zu verdeutlichen.

Was materiell auf Stufe 2 geregelt werden soll, bestimmen **in jedem Fall** der Ministerrat und das Europäische Parlament auf der Grundlage des Vorschlags der Europäischen Kommission auf Stufe 1. **Dies ist ein entscheidender Punkt und ein wichtige**

*Welche Befugnisse Stufe 2 übertragen werden, wird stets von Fall zu Fall*

## demokratische Sicherung.

entschieden.

- **Gibt es rechtliche Vorgaben oder Regeln, die festlegen, was in die Rahmenregelung auf Stufe 1 aufzunehmen ist?**

Der EG-Vertrag (Artikel 202), die Rechtsprechung des Gerichtshofs der Europäischen Gemeinschaften und einige neuere interinstitutionelle Vereinbarungen enthalten allgemeine Hinweise. Artikel 202 EG-Vertrag verweist lediglich auf "*Befugnisse zur Durchführung der Vorschriften*", die im normalen Mitentscheidungsverfahren der Stufe 1 (Artikel 251 EG-Vertrag) delegiert werden können.

*Rechtsgrundlage  
– Artikel 202 EG-  
Vertrag*

In einer Reihe von Urteilen\* hat sich der Europäische Gerichtshof auf die Anforderung berufen, dass die "*wesentlichen Bestandteile*" in die Basisrechtsvorschriften aufzunehmen sind. Dies würde bedeuten, dass sie in den Vorschlag der Kommission für Stufe 1 im Rahmen des Mitentscheidungsverfahrens einzugliedern sind.

*EuGH-Fallrecht*

Was bedeutet "wesentlich" (bzw. nicht wesentlich)? Eine entsprechende Definition wurde niemals abgegeben, aber im jüngsten interinstitutionellen Komitologie-Beschluss vom Juni 1999, auf den sich das Europäische Parlament, der Rat und die Kommission geeinigt haben, wurde festgestellt, dass sich der Rückgriff auf das Komitologieverfahren darauf bezieht, dass "*wesentliche Bestimmungen von Basisrechtsakten ... angewandt werden ... sowie Maßnahmen, mit denen bestimmte nicht wesentliche Bestimmungen eines Basisrechtsakts angepaßt oder aktualisiert werden ...*".

**Stufe 1 =**  
*"Wesentliche  
Bestandteile";*  
**Stufe 2 =**  
*Anwendung der  
wesentlichen  
Bestandteile von  
Basisrechtsakten  
...*

Der Ausschuss vertritt die Auffassung, dass die technischen Durchführungsbefugnisse für die Umsetzung der Wertpapierrechtsvorschriften auf das Verfahren von Stufe 2 übertragen werden sollten, indem in Stufe 1 eine Rahmenrichtlinie bzw. eine Rahmenverordnung ausgearbeitet wird. Über den Umfang der technischen Durchführungsbefugnisse sollte auf Einzelfallbasis für jede Richtlinie bzw. Verordnung gesondert befunden werden, und zwar im Rahmen der Mitentscheidung auf der Grundlage eines Kommissionsvorschlags.

*Ausschuss meint,  
technische  
Durchführungsbefugnisse sollten  
auf das neue  
Verfahren in Stufe  
2 übertragen  
werden*

- **Welche Vorteile hat der neue Ansatz?**

*Vorteile des  
neuen Ansatzes*

- (i) **Der Gesetzgebungsprozess dürfte beschleunigt werden**, da die wichtigsten politischen Verhandlungen im Rahmen der Mitentscheidung zwischen der Kommission, dem Europäischen Rat und dem Europäischen Parlament sich lediglich auf die wesentlichen

*Beschleunigung  
des  
Gesetzgebungs-*

---

\* Als Beispiel s. EuGH-Urteil vom 17. Dezember 1970, Köster 25/70, ECR 1161 Absatz 6.

Themen und nicht auf die technischen Durchführungsdetails konzentrieren werden. Wie aus dem Abschnitt über Stufe 2 hervorgeht, dürfte auch der Prozess der Aktualisierung der technischen Einzelheiten beschleunigt werden. *prozesses*

(ii) **Der Prozess wäre demokratisch und flexibel**, da das Spektrum und der Anwendungsbereich der Durchführungsbefugnisse vom Rat und vom Europäischen Parlament im Rahmen des Mitentscheidungsverfahrens auf Einzelfallbasis für jeden Vorschlag der Stufe 1 gesondert definiert werden. *Wahrung des demokratischen und institutionellen Gleichgewichts*

(iii) **Die EU-Institutionen** dürften vom technischen und aufsichtlichen Sachverstand der europäischen Regulierungsbehörden profitieren können, wobei die Europäische Kommission ihr volles Initiativrecht behält. *Möglichkeit, vom Sachverstand der EU-Regulierungsbehörden profitieren zu können*

#### - **Stufe 1 - Mechanismen für die Konsultation und die Wahrung der Transparenz**

Allein der Kommission kommt dem Vertrag zufolge das Initiativrecht zu. Der Ausschuss empfiehlt jedoch, dass die Kommission in der Zukunft vor der Ausarbeitung eines Vorschlags in diesen Bereichen folgende Maßnahmen ergreifen sollte\*:

(1.) Durchführung einer Vorabkonsultation auf offene, transparente und systematische Art und Weise mit den Marktteilnehmern und Endnutzern (Emittenten und Verbraucher). Die Fristen sollten genau festgelegt und bekannt gegeben werden. Erforderlichenfalls sollten öffentliche Anhörungen stattfinden. Mit den Marktteilnehmern und Endnutzern sollte ein verbesserter und offener Dialog geführt werden, um so die Kommission kontinuierlich bei den Arbeiten in Stufe 1 zu beraten. Auch sollte auf das Internet zurückgegriffen werden, um eine verstärkte Teilnahme zu bewirken. Bei der Vorlage des endgültigen Vorschlags sollte eine Zusammenfassung des durchgeführten Konsultationsprozesses gemacht werden. Der Ausschuss räumt ein, dass dafür einige Zeit erforderlich ist und dass sich dies auf die Ressourcen der Kommission auswirkt. *Die Kommission muss einen rigoroseren Konsultations- und Transparenzmechanismus für die Arbeiten in Stufe 1 schaffen.*

*Verbesserter und offener Dialog mit den Marktteilnehmern und Endnutzern von großer Bedeutung.*

(2.) Weitere Konsultation der Mitgliedstaaten und ihrer Regulierungsbehörden auf informeller Basis so früh wie möglich zu allen in Stufe 1 anstehenden Vorschlägen. *"Ex ante"-Konsultation mit den Mitgliedstaaten und ihren Regulierungsbehörden.*

---

\* S. u.a. Absatz 9 des Protokolls über die Anwendung der Grundsätze der Subsidiarität und der Proportionalität, die dem Vertrag von Amsterdam angefügt sind (ABl. C 340 vom 10.11.1997, S. 105).



(3.) Auch das Europäische Parlament sollte informell über künftige Vorschläge informiert werden (einschließlich einer systematischeren Konsultation der "2005"-Gruppe\*), so wie versucht werden sollte, wo immer es möglich ist, auf frühzeitige unverbindliche Vereinbarungen über den Anwendungsbereich etwaiger Durchführungsbefugnisse hinzuwirken, die eventuell auf die Stufe 2 übertragen werden könnten. Dies könnte ein Anhaltspunkt für die Europäische Kommission, die Regulierungsbehörden und die Wertpapierausschüsse hinsichtlich des Anwendungsbereichs der Arbeiten sein, die sie in Angriff nehmen sollten. So würden sie vorab - wo immer es möglich ist - auf jegliche offizielle Mitentscheidungsvereinbarung vorbereitet werden, was eine Zeitersparnis darstellt.

*Kommission sollte auf frühzeitige informelle Vereinbarungen mit dem Europäischen Parlament hinwirken - soweit dies möglich ist -, um den Anwendungsbereich der Durchführungsbefugnisse in Stufe 2 abzustecken.*

### - **Stärkerer Rückgriff auf Verordnungen und Schnellverfahren**

Der Ausschuss hat in seinem ersten Bericht vorgeschlagen, dass zur Beschleunigung des Gesetzgebungsprozesses stärker auf Verordnungen und nicht auf Richtlinien zurückgegriffen werden sollte. Verordnungen können den Prozess der Umsetzung nämlich beschleunigen, da sie in den Mitgliedstaaten direkt anwendbar sind. Nach Auffassung des Ausschusses sollte auf Verordnungen zurückgegriffen werden, wo immer dies möglich ist, und auch Schnellverfahren eingesetzt werden, auch wenn mit diesen Techniken nicht alle Probleme zu lösen sind.

*Ausschuss befürwortet Rückgriff auf Verordnungen und Schnellverfahren, wo immer dies möglich ist....*

Der Ausschuss meint, dass die Wahl des Ansatzes (d.h. Verordnung versus Richtlinie) durch die Abwägung der Vor- und Nachteile jeder Maßnahme auf Einzelfallbasis erfolgen sollte. Bei den Leitprinzipien sollte es sich um jene handeln, die auf den Seiten 24 und 26 - 28 genannt werden.

---

\* Bei der "2005-Gruppe" handelt es sich um eine informelle hochrangige Gruppe, die sich aus dem Vorsitzenden des Wirtschafts- und Währungsausschusses des Europäischen Parlaments, der derzeitigen und künftigen Ratspräsidentschaft und der Europäischen Kommission zusammensetzt.

## STUFE 1 – GRUNDSÄTZE

### Konsultationsprozess von dem Vorschlag

Kommission beschließt, dass Rechtsvorschriften notwendig sind

Kommission führt Konsultation mit interessierten Kreisen durch

Interessierte Kreise leiten ihre Standpunkte an Kommission weiter

### Offizieller Kommissionsvorschlag

Offizieller Vorschlag der Kommission

Europäisches Parlament

Rat

### Mitentscheidung

Einigen sich auf Grundsätze und Definition der Durchführungsbefugnisse für Stufe2 im Rahmen einer Richtlinie/ Verordnung

Stufe 2 (s. S. 28)

## **STUFE 2 – EINZELHEITEN DER UMSETZUNG**

*Stufe 2 = ein funktionierendes Netz von Regulierungsbehörden*

In Stufe 2 wird ein tatsächlich funktionierendes Netz aus nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden, der Europäischen Kommission und dem neu einzusetzenden Europäischen Wertpapierausschuss eingerichtet werden, um die Einzelheiten für die Umsetzung der Rahmenrichtlinien und -verordnungen zu definieren, vorzuschlagen und gutzuheißen, die im Rahmen des Mitentscheidungsverfahrens in Stufe 1 beschlossen wurden.

*Europäische Kommission und neuer Wertpapierausschuss beschließen die Umsetzung der Einzelheiten in Stufe 2*

Deshalb wird die offizielle Einsetzung zweier neuer Ausschüsse vorgeschlagen, und zwar eines EU-Wertpapierausschusses ("European Securities Committee" **ESC**), der in erster Linie eine Regulierungsfunktion haben wird, und eines Ausschusses der EU-Wertpapierregulierungsbehörden ("EU-Securities Regulators Committee" **ESRC**), dem eine Beratungsaufgabe zukommen wird. Die Rollen dieser beiden Ausschüsse werden nachfolgend beschrieben. Die Ausschüsse sollten noch vor Ende des Jahres 2001 eingesetzt werden und funktionieren.

*Zwei neue Ausschüsse erforderlich:*

*ESC + ESRC*

Der Ausschuss verweist auf die große Bedeutung, die er dem Aufbau einer soliden "Dreier-Beziehung" an Vertrauen und Effizienz zumisst, die zwischen der Europäischen Kommission, dem Wertpapierausschuss und dem Ausschuss der EU-Wertpapierregulierungsbehörden zu etablieren ist. Grundlage dieser Beziehung muss das klare Verständnis der jeweiligen Rollen sein. Das Europäische Parlament ist während des gesamten Prozesses auf dem Laufenden zu halten.

*Vertrauensschaffung wichtig...*

*Europäisches Parlament ist auf dem Laufenden zu halten.*

### **- Arbeitsmethoden in Stufe 2**

Die Hauptaufgaben der Europäischen Kommission und des Wertpapierausschusses sowie des Ausschusses der EU-Wertpapierregulierungsbehörden lassen sich wie folgt zusammenfassen:

*Arbeitsmethoden in Stufe 2*

1. Unbeschadet des Initiativrechts der Kommission und nach Konsultation des EU-Wertpapierausschusses (ESC) sowie im Lichte der Ergebnisse des Mitentscheidungsverfahrens von Stufe 1 wird die Kommission den Ausschuss der EU-Wertpapierregulierungsbehörden (ESRC) ersuchen, die Arbeiten zu den technischen Einzelheiten des Themas aufzunehmen, und wird mit ihm einen Zeitrahmen für die durchzuführenden Arbeiten vereinbaren.
2. Der ESRC wird dann nach sorgfältiger und offener Konsultation der

*Kommission ersucht ESRC, Arbeiten zu bestimmtem Thema aufzunehmen.....*

*ESRC führt offene*

Märkte und der Endnutzer gemäß einem vorgeschriebenen Verfahren mit festen Fristen (s.u.) seine technischen Ratschläge an die Kommission termingerecht weiterleiten.

*und  
breitangelegte  
Konsultation  
durch*

3. Unbeschadet des der Kommission durch den Vertrag übertragenen Initiativrechts wird die Kommission dann die technischen Ratschläge prüfen.

*.....  
ESRC leitet seine  
Arbeiten an  
Kommission  
weiter.*

4. Die Kommission unterbreitet sodann dem Wertpapierausschuss einen Vorschlag, in dem die ESRC-Arbeiten berücksichtigt werden. Auch wird sie sicherstellen, dass das Europäische Parlament über alle neuen Vorschläge (Tagesordnungen, Unterlagen usw.) in jeder Hinsicht informiert wird, und zwar sowohl im Voraus als auch im Nachhinein und im Sinne der Interinstitutionellen Vereinbarung. Der Wertpapierausschuss wird anschließend über den Kommissionsvorschlag abstimmen, und zwar gemäß den Beschlussfassungsregeln, die für diese Ausschüsse gelten. Stimmt der Wertpapierausschuss dem Kommissionsvorschlag im Rahmen einer Abstimmung mit qualifizierter Mehrheit zu, kann die Kommission den Erlass der Rechtsvorschriften beschließen. (Für weitere Einzelheiten s. u. Abstimmungsverfahren.)

*Kommission  
unterbreitet dem  
Wertpapier-  
ausschuss einen  
Vorschlag*

## **DER EU-WERTPAPIERAUSSCHUSS ("EUROPEAN SECURITIES COMMITTEE" (ESC))**

### **- Aufgabe**

Der ESC wird ein Ausschuss von größerer Bedeutung sein und ihm werden drei wesentliche Rollen zukommen. **Erstens** wird es seine vorrangige Rolle sein, als Regelungsausschuss im Sinne von Artikel 202 des Vertrages zu agieren (dem zufolge ist über den Kommissionsvorschlag innerhalb einer bestimmten Frist, d.h. in der Regel drei Monate abzustimmen). **Zweitens** kann er auch als ein Beratender Ausschuss für die Kommission tätig sein, und zwar vor allem (aber nicht nur) im Hinblick auf die Rechtsvorschriften in Stufe 1 (in dieser Funktion wird er den bisherigen "Ausschuss hochrangiger Beamter der Börsen- und Wertpapieraufsichtsbehörden" ersetzen). **Drittens** kann er die Kommission bei ihren Mandaten in Stufe 2 für den ESRC beraten.

*ESC hat drei  
Aufgaben:  
Die wichtigste ist  
seine Funktion als  
Regelungs-  
ausschuss.*

### **- Abstimmungsverfahren**

Das Abstimmungsverfahren im Wertpapierausschuss (gemäß dem Beschluss des Rates vom 28. Juni 1999 zur Festlegung der Modalitäten für die Ausübung der der Kommission übertragenen Durchführungsbefugnisse) (1999/468/EG)) wird wie folgt aussehen:

- Die Kommission unterbreitet dem Wertpapierausschuss den Entwurf der Maßnahmen.
- Der Wertpapierausschuss stimmt über den Entwurf der Maßnahmen gemäß einem festgelegten Zeitplan ab.\*
- Stimmt der Wertpapierausschuss dem Entwurf der Maßnahmen zu, werden sie von der Kommission gebilligt und werden zu verbindlichem Gemeinschaftsrecht.
- Stimmt der Wertpapierausschuss gegen den Entwurf der Maßnahmen oder gibt er keinerlei Stellungnahme ab, wird der Entwurf der Maßnahmen als Kommissionsvorschlag an den Rat weitergeleitet.
- Der Rat stimmt dann innerhalb einer bestimmten Frist\*\* über die Annahme oder Ablehnung des Vorschlags ab.
- Sollte der Rat mit dem Vorschlag nicht einverstanden sein, prüft die Kommission den Vorschlag erneut.
- Die Kommission kann dann zwischen drei Möglichkeiten wählen: 1) Vorlage eines Änderungsvorschlags für die Durchführungsmaßnahmen an den Rat; 2) erneute Vorlage ihres ursprünglichen Vorschlags; 3) Verzicht auf den Entwurf der Durchführungsmaßnahmen und Vorlage eines Legislationsvorschlags auf der Grundlage des EG-Vertrags mittels Rückgriff auf ihre Initiativbefugnisse. In diesem Fall wird der Entwurf der Durchführungsmaßnahmen durch den Entwurf eines Rechtsakts ersetzt, wie z.B. eine Verordnung oder eine Richtlinie.
- Sollte der Rat weder den von der Kommission vorgeschlagenen Entwurf der Maßnahmen billigen noch ihn ablehnen, erlässt die Kommission den vorgeschlagenen Rechtsakt zur Durchführung der Maßnahmen.

*Abstimmungsverfahren im ESC  
(Fortsetzung)*

#### - **Rolle des Europäischen Parlaments**

Das Europäische Parlament ist über die Arbeiten des Wertpapierausschusses auf dem Laufenden zu halten und sollte alle entsprechenden Unterlagen erhalten (Tagesordnungen, Entwurf der Maßnahmen, Abstimmungsergebnisse, Sitzungsprotokolle, Anwesenheitslisten).

*Wichtige  
Kontrollfunktion  
des Europäischen  
Parlaments....*

Vertritt das Europäische Parlament die Auffassung, dass der von der

*Europäisches  
Parlament ist*

---

\* Der Ausschuss gibt seine Stellungnahme zu dem Entwurf innerhalb einer Frist ab, die der Vorsitzende (d.h. der Vertreter der Kommission) gemäß der Dringlichkeit des Falls festlegen kann. Der Ausschuss stimmt mit qualifizierter Mehrheit im Falle von Beschlüssen ab, die der Rat auf Vorschlag der Kommission anzunehmen gehalten ist. Die Stimmen der Vertreter der Mitgliedstaaten im Ausschuss werden auf die Art und Weise gewichtet, wie sie im Vertrag für Abstimmungen im Rat vorgesehen ist. Der Vorsitzende nimmt an der Abstimmung nicht teil.

\*\* Diese Frist ist in dem Basisrechtsakt festgelegt, durch den der Ausschuss eingesetzt wurde. Sie darf drei Monate ab dem Tag der Befassung des Rates nicht übersteigen.

Kommission vorgelegte Entwurf der Maßnahmen ihre Durchführungsbefugnisse übersteigt, die in dem Basisrechtsakt festgelegt sind, muss die Kommission den Vorschlag erneut überprüfen. Unter bestmöglicher Berücksichtigung der Entschließung des Europäischen Parlaments kann die Kommission dann u.U. dem Ausschuss einen neuen Entwurf von Maßnahmen vorlegen, das Verfahren fortsetzen oder einen Vorschlag im Rahmen des Mitentscheidungsverfahrens ausarbeiten.

*stets auf dem Laufenden zu halten ... Findet das Europäische Parlament, dass der Kommissionsvorschlag ihre Durchführungsbefugnisse übersteigt, muss Kommission ihren Vorschlag erneut überprüfen und die Haltung des Europäischen Parlaments bestmöglich mitberücksichtigen.*

#### - **Mitgliedschaft im Wertpapierausschuss**

Die Mitgliedstaaten werden die Mitglieder für den ESC bestellen und die Kommission wird den Vorsitz führen. Aus diesem Grunde handelt es sich bei dem ESC nicht um ein Organ des EU-Rates. Die von den Mitgliedstaaten benannten Personen sollten einen hohen Grad haben (z. B. den Rang eines Staatssekretärs). Aus diesem Grunde dürfte auch das für Wertpapierfragen zuständige Kommissionsmitglied den Vorsitz innehaben. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass die Mitgliedschaft nicht im Laufe der Zeit an Rang verliert. Der Ausschuss der Weisen hält es von ganz besonderer Bedeutung, dass der Wertpapierausschuss aufgrund seiner Schlüsselrolle kollegial zusammenarbeitet, d.h. die Mitglieder sind für einen hinreichend langen Zeitraum zu benennen, um Kontinuität und den Aufbau eines echten "Teamgeistes" zu gewährleisten. Die ESC-Mitglieder sollten im Rahmen des Möglichen bei den Abstimmungen anwesend sein. Auch hat der ESC auf transparente und offene Art und Weise zu arbeiten und sollte bereit sein, dem Europäischen Parlament regelmäßig Bericht zu erstatten.

*Ausschuss wünscht hochrangige ESC-Mitgliedschaft (z.B. Staatssekretär) Kollegialität und Teamgeist von großer Bedeutung*

- **Einsetzung des Wertpapierausschusses  
(Übergangsbestimmungen)**

Der Wertpapierausschuss gilt rechtlich als eingesetzt, sobald ihm seine ersten Durchführungsbefugnisse übertragen werden. Um dem ESC jedoch die baldmögliche Aufnahme seiner Tätigkeit zu gestatten, d.h. ohne offizielle Übertragung der Durchführungsbefugnisse, könnte die Kommission ihn mittels eines Kommissionsbeschlusses formell als Beratenden Ausschuss einsetzen. Der Ausschuss der Weisen empfiehlt diese Vorgehensweise.

*Modalitäten für die rasche Einsetzung des Wertpapierausschusses*

- **ESC als Regelungsausschuss**

Nach Auffassung des Ausschusses bietet es sich an, die entsprechenden Durchführungsbefugnisse auf Einzelfallbasis zu übertragen, da jeder Vorschlag in Stufe 1 im Rahmen der Mitentscheidung zwischen Rat und Europäischem Parlament angenommen wird. Dies würde es allen drei Institutionen gestatten, den Anwendungsbereich der Durchführungsbefugnisse für jeden Rechtsakt genau festzulegen.

*Übertragung des Anwendungsbereichs der Durchführungsbefugnisse auf Einzelfallbasis*

**AUSSCHUSS DER EU-  
WERTPAPIERREGULIERUNGSBEHÖRDEN ("EU SECURITIES  
REGULATORS COMMITTEE" (ESRC))**

Beim ESRC sollte es sich um einen Ausschuss mit zweierlei Funktionen handeln. In **Stufe 2** wäre er als Beratender Ausschuss für die Europäische Kommission tätig und in **Stufe 3** (s. S. 37) würde er selbstständig als völlig unabhängiger Ausschuss nationaler Regulierungsbehörden handeln, der eine kohärentere Umsetzung des Gemeinschaftsrechts zu gewährleisten hätte.

*ESRC sollte zwei Rollen spielen – eine in Stufe 2 und eine in Stufe 3*

- **Zusammensetzung**

In Stufe 2 sollte der ESCR als ein unabhängiges beratendes Gremium der Kommission eingesetzt werden. Bei seinen Mitgliedern sollte es sich um die Leiter der zuständigen Wertpapierregulierungs- bzw. -aufsichtsbehörden handeln, die von jedem Mitgliedstaat bestellt werden. Als Grundlage sollte dabei die bereits erfolgreich angewandte Struktur der FESCO dienen. Der Vorsitzende würde von den ESCR-Mitgliedern aus ihrem Kreis gewählt. Von ausschlaggebender Bedeutung ist jedoch, dass die ESCR-Mitglieder stets kompetent sind, die Kommission zu jedem vereinbarten Thema zu beraten. Aus den sekretariellen Vereinbarungen sollte deshalb unbedingt hervorgehen, dass es wichtig ist, enge operationelle Verbindungen mit der Kommission im Hinblick auf die Arbeiten in Stufe 2 zu pflegen.

*ESRC sollte sich aus Vertretern der nationalen Regulierungsbehörden zusammensetzen und ein unabhängiger Beratender Ausschuss der Kommission sein.*

*Enge operationelle Verbindungen mit der Kommission sind für die Ausrichtung der Arbeiten in Stufe 2 unerlässlich.*

Überdies würde die Kommission in diesem Ausschuss natürlich eine Schlüsselrolle spielen, indem sie die Mitglieder über die politischen Prioritäten, neuen erörterten Ideen usw. informiert.

*Kommission käme im ESRC eine Schlüsselrolle zu.*

Nach Auffassung des Ausschusses sollte das Europäische Parlament vom ESCR die Vorlage regelmäßiger Berichte fordern können. Der ESCR-Vorsitzende sollte auch als Beobachter an den Wertpapierausschuss-Arbeiten teilnehmen. Auch sollte der ESCR einen Jahresbericht über seine Arbeiten vorlegen und ihn allen europäischen Institutionen übermitteln.

*Europäisches Parlament sollte vom ESCR regelmäßige Berichte fordern können..*

## - **Abstimmungsverfahren im ESRC**

Nach Auffassung des Ausschusses ist Einstimmigkeit kein geeignetes Abstimmungsverfahren für den ESCR in Stufe 2, und dies aus mehreren Gründen:

- (i) Es könnte zu Vereinbarungen auf einen niedrigeren gemeinsamen Nenner führen.
- (ii) Wenn die ESCR-Abstimmungsverfahren nicht mit denen des Wertpapierausschusses kohärent sind, könnte es zu einer nicht übereinstimmenden bzw. im schlimmsten Falle widersinnigen Beschlussfassung in Stufe 2 kommen.

*Abstimmung im ESRC mit qualifizierter Mehrheit*

Deshalb wird empfohlen, dass der ESCR in Stufe 2 mit qualifizierter Mehrheit abstimmt. Die Haltungen von Minderheiten sollten aufgezeichnet und in den endgültigen Empfehlungen veröffentlicht werden, die der Europäischen Kommission übermittelt werden.

## - **Einsetzung des ESRC**

*ESRC sollte auf*



Der ESRC sollte politisch auf dem Europäischen Rat von Stockholm befürwortet werden und sodann rechtlich als ein unabhängiges beratendes Gremium der Kommission eingesetzt werden (nicht im Rahmen des Komitologie-Verfahrens).

dem  
Europäischen Rat  
von  
Stockholm  
politisch  
befürwortet  
werden und  
sodann als  
unabhängiges  
beratendes  
Gremium der  
Kommission  
eingesetzt  
werden.

## - Konsultationsverfahren und Transparenz

Nach Auffassung des Ausschusses muss der ESCR die Marktteilnehmer, Verbraucher und Endnutzer gemäß festgelegter und vorzugsweise obligatorischer Verfahrensregeln konsultieren, die in seiner Satzung und seiner Geschäftsordnung aufzulisten sind. Dabei sollten folgende Grundsätze auf den Konsultationsprozess Anwendung finden:

ESCR muss auch  
offenen und  
transparenten  
Konsultations-  
prozess in Gang  
bringen.

- Einbeziehung der Marktteilnehmer...
- auf jeder Ebene...
- in einen kontinuierlichen Prozess...
- mit besonderer Berücksichtigung derjenigen, die hinsichtlich des jeweils behandelten Themas über Kenntnisse und Sachverstand verfügen...
- in einem offenen Prozess unter Verwendung u.a. des Internet...
- bei gleichzeitiger Berücksichtigung der Standpunkte der Endnutzer.

Grundsätze des  
Konsultations-  
prozesses

Der Ausschuss der Weisen erörterte auch die Vorteile der Einrichtung von "Foren für die Marktteilnehmer" auf europäischer Ebene. Da es jedoch äußerst schwierig ist zu entscheiden, wer daran teilnehmen sollte und es bereits 15 Mitgliedstaaten (und in Kürze noch mehr) gibt, und zudem ein breites Interessenspektrum abzudecken wäre, bevorzugte der Ausschuss die nachfolgende Alternative.

Ausschuss  
erörterte Idee der  
"Foren für  
Marktteilnehmer"  
.....

Nachdem die Kommission um Beratung zu den Durchführungsmaßnahmen ersucht hat, wird der ESRC innerhalb eines bestimmten Zeitrahmens für die Arbeiten den Konsultationsprozess in Gang bringen.

... aber  
bevorzugte den  
folgenden ESRC-  
Konsultations-  
prozess

Dabei könnten vier grundlegende Verfahren ins Auge gefaßt werden:

- Bei komplizierten Themen könnte der ESRC zunächst eine Konsultation auf der Grundlage einer "Begriffsabgrenzung" ("concept release") durchführen, bei der das Problem und die Wahlmöglichkeiten abgegrenzt werden und um öffentliche Beiträge zu der Frage gebeten wird, ob es ggf. eines rechtlichen Ansatzes bedarf. Eine derartige Konsultation sollte nicht länger als drei Monate dauern. *Vier grundlegende Verfahren für eine ESRC-Konsultation...*
  
- Nach der Festlegung des rechtlichen Ansatzes würde der ESRC einen Vorschlagsentwurf zwecks Konsultation der Märkte und der Endnutzer lancieren (höchstens drei Monate).
  
- Erforderlichenfalls könnte der ESRC Anhörungen oder Rundtisch-Gespräche durchführen, so wie es der Ausschuss der Weisen getan hat. Die Verwendung des Internet sollte für den Konsultationsprozess zur Pflicht gemacht werden. *Mit Anhörungen und Rundtisch-Gesprächen....*
  
- Den endgültigen ESRC-Empfehlungen sollte stets eine Zusammenfassung der öffentlichen Kommentare angefügt werden. *Offenlegung öffentlicher Kommentare.....*

Der Ausschuss empfiehlt, dass die Kommission den gleichen Grad an Transparenz und Offenheit wahrt, wenn sie diese Vorschläge dem Wertpapierausschuss übermittelt.

- **Wahrung des institutionellen Gleichgewichts und Einbeziehung des Europäischen Parlaments**

Der Ausschuss ist sich der Bedeutung der Wahrung des institutionellen Gleichgewichts zwischen Europäischer Kommission, Europäischem Parlament und Europäischem Rat durchaus bewusst.

*Bedeutung des institutionellen Gleichgewichts*

Dem Ausschuss wurde vorgeschlagen, dass das oben genannte Verfahren mit einem "Kontroll-Mechanismus" für das Europäische Parlament einhergehen sollte. So sollte(n) das Europäische Parlament (und der Rat) insbesondere mittels einer neuen interinstitutionellen Vereinbarung die Möglichkeit erhalten, den Kommissionsvorschlag für die Durchführungsmaßnahmen innerhalb einer bestimmten Frist abzulehnen. Der Ausschuss hat diese Option mit Interesse erwogen, ist aber letztendlich zu der Auffassung gelangt, dass der Vertrag die Einführung eines "Vorrangrechts des Parlaments" ("parliamentary override") nicht vorsieht.

*"Kontroll-Mechanismus" für EP erwogen,...*

*ist aber im Vertrag nicht vorgesehen.*

Dennoch meint der Ausschuss, dass es Mittel und Wege gibt, um sicherzustellen, dass das Europäische Parlament eine bedeutende

*Anliegen des Europäischen*

Kontrolle behalten wird und wichtigen Einfluss auf die Durchführungsvorschriften in Stufe 2 nehmen kann. Letzteres gilt vor allem auch für die Arbeiten des Wertpapierausschusses.

*Parlaments können anders berücksichtigt werden:*

So wird das Europäische Parlament **erstens** nach der Festlegung des Anwendungsbereichs der Durchführungsbefugnisse in Stufe 1 (zusammen mit anderen interessierten Kreisen) jederzeit und umfassend über den Inhalt der neuen ESRC-Standpunkte und folglich auch über die Kommissionsvorschläge informiert werden. Die Kommission und die beiden Ausschüsse werden einen engen Kontakt mit dem Europäischen Parlament pflegen und ihm alle erforderlichen Unterlagen und Tagesordnungen rechtzeitig übermitteln (diese Anforderungen sind u.a. auch Gegenstand von Artikel 1 und 2 der Interinstitutionellen Vereinbarung). Auch kann die Unterrichtung des Parlaments noch dadurch gestärkt werden, dass - wie vorgeschlagen - die Kommission, wo immer es möglich ist, zumindest in indikativer Form bei der Ausarbeitung der Rechtsvorschriften in Stufe 1 die Entwürfe der wichtigeren Durchführungsmaßnahmen veröffentlicht.

*(i) durch vollständige Unterrichtung des Europäischen Parlaments;*

Bevor die Kommission **zweitens** einen Vorschlag für den Wertpapierausschuss unterbreitet und nachdem dieser über den Vorschlag abgestimmt hat, verfügt das Europäische Parlament über genügend Zeit, um zu prüfen, ob der Vorschlag und der Beschluss mit dem Anwendungsbereich der Durchführungsbefugnisse übereinstimmen, so wie sie im Rahmen der Mitentscheidung in Stufe 1 definiert wurden.

*(ii) durch genügend Zeit für das Europäische Parlament, um den Vorschlag zu prüfen (vor Abstimmung im ESC);*

Sollte das Europäische Parlament **drittens** zu der Auffassung gelangen, dass der Vorschlag der Kommission für den beabsichtigten Beschluss nicht mit dem Anwendungsbereich der Durchführungsbefugnisse übereinstimmt, verabschiedet es eine Entschließung. In diesem Falle wäre die Kommission gehalten, ihren Vorschlag erneut zu prüfen und sollte dabei die Haltung des Europäischen Parlaments bestmöglich berücksichtigen. Angesichts der Bedeutung des institutionellen Gleichgewichts wäre es unvorstellbar, dass die Kommission nicht so vorgehen würde. Die Kommission würde ihrerseits bereits alle möglichen Maßnahmen ergriffen haben, um der Haltung des Europäischen Parlaments in ihren Vorschlägen so gut wie möglich Rechnung zu tragen.

*(iii) durch Gewährleistung der Tatsache, dass die Kommission die Haltung des Europäischen Parlaments bestmöglich berücksichtigt;*

**Darüber hinaus** liegt es im allgemeinen Interesse, dass dem Europäischen Parlament in diesem Verfahren im Rahmen des Vertrages eine angemessene Rolle zukommt. Sollte das Parlament nicht zufrieden gestellt werden, wären die Konsequenzen bei dem nächsten Vorschlag von Rechtsvorschriften im Mitentscheidungsverfahren zu spüren (Stufe 1), bei dem Durchführungsbefugnisse auf den Wertpapierausschuss zu übertragen wären. Dieser Aspekt ist weder von der Kommission noch

*Es liegt im allgemeinen Interesse, dem Europäischen Parlament eine angemessene Rolle zuzuweisen.*

vom Wertpapierausschuss aus den Augen zu verlieren.

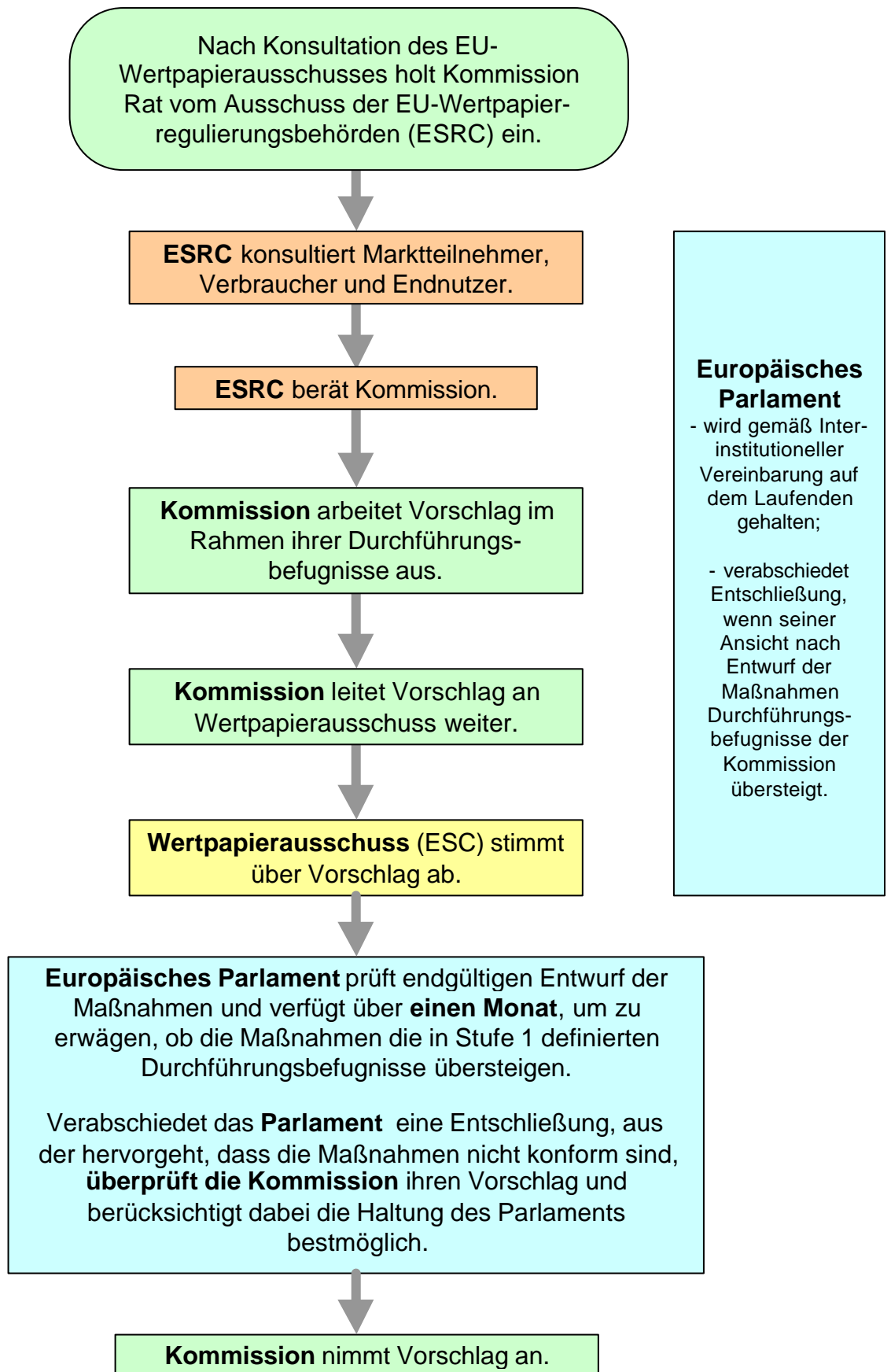
Der Ausschuss der Weisen kam zu dem Schluss, dass mit diesen Erwägungen die Kontrolle durch das Europäische Parlament angemessen gewahrt wird.

*Interessen des Europäischen Parlaments werden also gewahrt.*

Sollten noch politische Probleme verbleiben, sollten sie von den drei Institutionen (d.h. Europäische Kommission, Europäisches Parlament und Rat) zusammen so schnell wie möglich angegangen werden, auf jeden Fall aber vor dem Europäischen Rat von Stockholm oder der vollständigen Überprüfung im Jahr 2004, die an nachfolgender Stelle in diesem Bericht empfohlen wird (im Jahr 2004 findet auch die nächste Regierungskonferenz statt).

*EU-Institutionen sollten bei der Lösung verbleibender Probleme zusammenarbeiten.*

## STUFE 2 - BESCHLUSSFASSUNG



### **STUFE 3 – VERSTÄRKTE ZUSAMMENARBEIT ZWISCHEN DEN REGULIERUNGSBEHÖRDEN ZUR VERBESSERUNG DER UMSETZUNG**

Im ersten Bericht wurde festgestellt, dass Stufe 3 einen "Rahmen für einen verbesserte und verstärkte Zusammenarbeit und ein Netz zwischen den (nationalen) Regulierungsbehörden umfassen sollte, um eine kohärente und gleichwertige Umsetzung der Rechtsvorschriften von Stufe 1 und Stufe 2 zu gewährleisten...". Die nationalen Regulierungsbehörden wurden auch ermutigt, sich auf gemeinsame Protokolle für die Verbesserung der Umsetzung und ein "peer review"-Verfahren zu einigen, um kohärente Durchsetzungspraktiken im ESRC zu gewährleisten. Der Ausschuss bekräftigt diesen Ansatz.

*Stufe 3 bedeutet verstärkte Zusammenarbeit zwischen den Regulierungsbehörden zur Verbesserung der Umsetzung.*

In Stufe 3 geht es vor allem darum, die Kohärenz der alltäglichen Umsetzung und Durchführung der Rechtsvorschriften von Stufe 1 und Stufe 2 wesentlich zu verbessern. Es obliegt vor allem den nationalen Regulierungsbehörden, die diesbezüglichen Arbeiten im Rahmen eines Netzes der Zusammenarbeit zu koordinieren. Dies macht den anderen wichtigen Teil ihrer Zuständigkeit aus.

*Ziel ist die Verbesserung der alltäglichen Umsetzung und Durchführung der Rechtsvorschriften.*

#### **- Mitgliedschaft und Abstimmung**

In seiner Rolle in Stufe 3 sollte sich der ESRC aus einem Vertreter pro Mitgliedstaat zusammensetzen, der von der/den nationalen Aufsichtsbehörde/n bestellt wird. Angesichts der großen Bedeutung der gemeinsamen Durchführungsvorschriften und Auslegungen, sollte sich der ESRC im Rahmen eines Konsenses in Stufe 3 einigen. Der Kommission käme eine Beobachterrolle zu.

*In Stufe 3 ist ESRC unabhängiger. Konsens wichtig für Durchführung.*

#### **Festlegung der ESRC-Arbeiten auf der 3. Ebene**

Das Hauptziel ist eine bedeutende Verbesserung der gemeinsamen und einheitlichen Umsetzung der EU-Vorschriften. Der ESRC sollte deshalb:

- einheitliche Leitlinien für die auf nationaler Ebene zu verabschiedenden Verwaltungsvorschriften aufstellen;
- gemeinsame Empfehlungen zu Auslegungsfragen herausgeben und gemeinsame Standards für nicht unter die Rechtsvorschriften der EU fallende Fragen setzen - erforderlichenfalls könnten diese in einem Verfahren der 2. Ebene in das Gemeinschaftsrecht aufgenommen

*Rolle des ESRC auf der 3. Ebene*

werden;

- die Regulierungspraktiken vergleichen und überprüfen, um die wirksame Durchsetzung in der ganzen Union zu gewährleisten und bewährte Verfahren festzulegen;
- in regelmäßigen Abständen "Peer Reviews" über Verwaltungsvorschriften und Regulierungspraxis in den Mitgliedstaaten durchführen und die Ergebnisse der Kommission und dem EU-Wertpapierausschuss mitteilen.

Das Ergebnis dieser Arbeiten wäre nicht verbindlich, wenngleich es zweifellos einen maßgeblichen Einfluss hätte.

Nur einige der genannten Aufgaben werden zurzeit vom FESCO (Forum of European Securities Commissions) ausgeführt. Deshalb wird eine politische EntschlieÙung erforderlich sein, um die Regulierungsbehörden mit der Durchführung all dieser wesentlichen Arbeiten zu beauftragen. Die Marktteilnehmer sollten sich bereit halten, den Regulierungsbehörden, der Kommission und den Mitgliedstaaten Beispiele einer uneinheitlichen Umsetzungspraxis zu melden.

#### - **Bedeutung einer einheitlichen Aufsicht und Regulierung**

Eine wichtige unmittelbare Voraussetzung dafür, dass der ESRC die oben genannten Ziele erreicht, ist, dass die von den nationalen Regulierungsbehörden Beauftragten sowohl über die Kenntnisse zur Durchführung ihrer Arbeiten verfügen als auch in der Lage sind, die vereinbarten Verpflichtungen von Anfang an umzusetzen. Längerfristig ist eine sehr viel grundsätzlichere Übereinstimmung der europäischen Regulierungsstrukturen in mehreren Bereichen erforderlich. Die wichtigsten sind die Vereinheitlichung der "horizontalen" Strukturen, der Autonomiegrad der Regulierungsbehörden und nicht zuletzt die Einbeziehung der Marktteilnehmer in den Regulierungsprozess. Der Ausschuss fordert die Regierungen dringend auf, ihre diesbezüglichen Bemühungen angesichts der vielen laufenden Initiativen zu koordinieren.

*Der Ausschuss hält die einheitliche Regulierung für erforderlich.*

*Die ESRC-Mitglieder müssen in der Lage sein, die von ihnen eingegangenen Verpflichtungen durchzusetzen.*

**STUFE 3**

**STUFE 1 / 2 - RECHTSAKTE**

**Ausschuss der EU-  
Wertpapierregulierungsbehörden**

**Übertragung der Rechtsakte der Stufe 1 und 2 in eine effiziente und einheitliche Durchsetzung von Rechtsvorschriften der Gemeinschaft, u.a. unter Einsatz von**

- laufenden Verwaltungsrichtlinien;
- Empfehlungen für gemeinsame Auslegungen;
- gemeinsamen (jedoch nicht verbindlichen) Standards in nicht unter die Rechtsvorschriften der EU fallenden Bereichen;
- Vergleichen der Regulierungspraxis zur Verbesserung der Durchsetzung;
- Peer Reviews.



#### **4. EBENE - DURCHSETZUNG**

Die vierte Stufe des Vorschlags des Ausschusses betrifft die verstärkte Durchsetzung der EU-Vorschriften. Alle Akteure haben hier eine Rolle zu spielen, hauptzuständig ist jedoch die Europäische Kommission, die rechtlich als Hüterin der Europäischen Verträge verpflichtet ist.

*4. Ebene =  
wesentlich  
verstärkte  
Durchsetzung*

Der Ausschuss betont jedoch auch die Rolle, die die Mitgliedstaaten, die Regulierungsbehörden und der private Sektor bei einer besseren Durchsetzung des vereinbarten Gemeinschaftsrechts zu spielen haben. Die Kommission braucht beispielsweise Beschwerden, Informationen und überzeugende und gut recherchierte Fälle. Aus Furcht vor einer Beeinträchtigung seiner Möglichkeiten am Markt zögert der private Sektor zu häufig bei der Weitergabe von Informationen. Die Regulierungsbehörden sollten die Kommission unverzüglich unterrichten, wenn ihnen mögliche Verstöße bekannt werden.

*Die Hauptverantwortung liegt bei der Europäischen Kommission - sie braucht jedoch Unterstützung, u.a. durch ...*

Auch das Europäische Parlament sollte die Kommission auf Bereiche hinweisen, in denen seiner Auffassung nach gegen das Gemeinschaftsrecht verstoßen wird. Wie in den anderen Bereichen ist ein partnerschaftliches Vorgehen zwischen dem öffentlichen und dem privaten Sektor für Effizienz und Erfolg erforderlich.

*das Europäische Parlament ....*

Die Kommission sollte bei der Durchsetzung des Gemeinschaftsrechts und der Kontrolle einer exakten Umsetzung der vereinbarten Vorschriften Entschlossenheit zeigen. In vielen Fällen führt bereits die Eröffnung eines Verfahrens durch die Europäische Kommission dazu, dass mit den Mitgliedstaaten, bei denen ein Verstoß festgestellt wurde, eine schnelle Lösung vereinbart werden kann.

*Die Kommission sollte Entschlossenheit zeigen ....*

#### **4. KONTROLLE DES REGULIERUNGSSYSTEMS**

Der Ausschuss betont die besondere Bedeutung, die er einer wirksamen kontinuierlichen Kontrolle der Effizienz des von ihm vorgeschlagenen vierstufigen Regulierungsverfahrens beimisst. Im ersten Bericht schlug der Ausschuss vor, "So könnten dem Rat Halbjahresberichte über die erzielten (oder nicht erzielten) Fortschritte vorgelegt werden".

*Ein effizientes halbjährliches Kontrollverfahren ist wesentlich.*

Zwei Fragen stellen sich: Was sollte von dem Kontrollmechanismus konkret überprüft werden und wer sollten die Kontrolleure sein?

Wenn die vierstufige Regulierungsstruktur des Ausschusses verabschiedet wird, so wird ein gut gefügtes System zur Berichterstattung über das Funktionieren des Rechtssetzungs- und Regulierungsverfahrens geschaffen werden müssen. Im Rahmen dieses Systems sollten die Engpässe und die Verantwortlichen ermittelt werden. Außerdem sollte es Aufschluss darüber geben, ob echte Fortschritte auf dem Weg zu einem integrierten Finanzmarkt zu verzeichnen sind. Der Ausschuss würde von allen Einrichtungen erwarten, dass sie den im Rahmen des Systems gewonnenen Erkenntnissen umfassend Rechnung tragen. Im Rahmen des Kontrollsystems sollten jedoch keine Abhilfemaßnahmen vorgeschlagen werden.

*Das Kontrollsystem sollte offen sein: Wo sind die Engpässe und wer ist verantwortlich?*

*Die Ergebnisse müssen berücksichtigt werden.*

Da der Ministerrat, die Europäische Kommission und das Europäische Parlament gleichermaßen an dem Verfahren beteiligt sind, schlägt der Ausschuss vor, dass sich die Kontrollgruppe aus zwei externen Beauftragten (d. h. nicht Mitgliedern der Organe) des Rates, des Europäischen Parlaments und der Europäischen Kommission zusammensetzen soll.

*Der Ausschuss schlägt zwei externe Beauftragte pro Organ für die Kontrollgruppe vor.*

Die Kontrollgruppe soll halbjährliche Berichte vorlegen.

*Halbjährliche Kontrollberichte werden vorgeschrieben.*

## **5. VOLLSTÄNDIGE ÜBERPRÜFUNG - 2004**

Vorausgesetzt, die neue Regulierungsstruktur funktioniert ab Anfang 2002, so ist eine vollständige und transparente Überprüfung des Vier-Stufen-Verfahrens im Jahre 2004 nach Auffassung des Ausschusses dringend geboten. Der Grund hierfür ist zum Teil das Zusammentreffen einer Reihe wichtiger politischer Faktoren - eine neue Regierungskonferenz (die in Nizza vereinbart wurde), eine Zeitspanne, in der die erste Erweiterungswelle eingesetzt haben dürfte und auch ein Zeitpunkt, zu dem die Verhandlungen über die Hauptprioritäten des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen erfolgreich abgeschlossen sein dürften.

*Eine vollständige Überprüfung sollte 2004 - zur gleichen Zeit wie die nächste Regierungskonferenz - stattfinden.*

Die umfassende Überprüfung im Jahre 2004 hätte den weiteren Vorteil, dass unangebrachte Befürchtungen in Bezug auf ein starres und permanentes Vorgehen seitens der Organe zerstreut würden.

*“Keine Endgültigkeit”*

Sollte sich auf der Grundlage der Halbjahresberichte der Kontrollgruppe weit vor 2004 deutlich zeigen, dass keine Fortschritte erzielt wurden und hiermit auch nicht zu rechnen ist, so müsste die vollständige Überprüfung früher stattfinden. Sollte die Überprüfung - wie bereits im ersten Bericht erwähnt - 2004 (bzw. gegebenenfalls früher) zeigen, dass das Konzept keine Aussicht auf Erfolg hat,

*Falls keine Fortschritte erzielt werden, soll die Überprüfung früher stattfinden.*

könnte sich eine Änderung des EG-Vertrags und damit die Schaffung einer zentralen EU-Regulierungsbehörde für Finanzdienstleistungen generell in der Gemeinschaft als angemessen erweisen.

## SCHLUSSBEMERKUNGEN

Das Ergebnis wird von der Fähigkeit und Bereitschaft der Hauptbeteiligten, d. h. der Kommission, des Ministerrates, des Europäischen Parlaments und der nationalen Regulierungsbehörden zur Kooperation abhängen, da sie alle einen Teil der Verantwortung für die festgestellten Mängel des derzeitigen Regulierungssystems tragen.

Wie groß ist die Wahrscheinlichkeit, dass die geplante Rahmenregelung funktioniert? Ausschlaggebend ist, dass Folgendes gewährleistet wird:

- Die beiden maßgebenden Ausschüsse der 2. Ebene erhalten eindeutige Mandate.
- Vollständige Transparenz des gesamten Systems, gekoppelt mit Fristen im Entscheidungsprozess.
- Wirksame Kontrolle und Berichterstattung an den Rat, die Kommission, das Parlament und die breite Öffentlichkeit.
- Aktive, genau bestimmte Beteiligung der Marktteilnehmer und Verbraucher.
- Reform der nationalen Regulierungsstrukturen im Hinblick darauf, diese im Laufe der Zeit einander anzunähern. Ohne eine solche Annäherung besteht ernsthaft die Gefahr, dass weder der ESRC noch der ESC und auch nicht die Wechselwirkung zwischen beiden zu Ergebnissen führen wird.

Es wird auch wichtig sein, dass die einzelnen Organe die Vorteile sowohl für sich als auch für die Europäische Union insgesamt erkennen können. **Welches sind diese Vorteile?**

Eine rationellere Verwendung der knappen Mittel. Schnellere Entscheidungsverfahren, die den Bedürfnissen moderner Finanzmärkte besser entsprechen. Das Konzentrieren der Bemühungen und Energien auf die wichtigen politischen Grundsätze. Einbeziehung der europäischen Regulierungsbehörden und ihrer Sachverständigen im Rahmen einer wichtigeren "formalen" europäischen Funktion, nämlich der Beratung der Europäischen Kommission bei der erforderlichen detaillierten Umsetzung in den einzelnen Bereichen. Für die Kommission besteht der zentrale Vorteil des gesamten Systems darin, dass eine größere Chance besteht, den ehrgeizigen Aktionsplan für Finanzdienstleistungen rechtzeitig umzusetzen. Für das Europäische Parlament ist der Vorteil sehr viel größere Transparenz und offene Konsultation, keine Endgültigkeit wegen der Überprüfung im Jahre 2004, Beteiligung am Kontrollsystem und die Möglichkeit, den Umfang der Umsetzungsbefugnisse zu bestimmen (auf Stufe 1). Schließlich die Vorteile für den Ministerrat: straffe Beschlussfassung und größere Effizienz.

Der Ausschuss der Weisen fordert alle Beteiligten dringend auf, dieses sachliche und ausgewogene Konzept rückhaltlos und aktiv zu unterstützen. Das Erfolgspotenzial ist einfach zu groß, um außer Acht gelassen zu werden.

Das derzeitige System, der Status quo, reicht einfach nicht aus.

Brüssel, den 15. Februar 2001

## ANHANG 2

### EMPFOHLENER ZEITPLAN 2000 – 2004

<b>2001</b>	
<b>15. Februar</b>	Veröffentlichung des Schlussberichts des Ausschusses der Weisen
<b>15. Februar – 23./24. März</b>	Prüfung des Berichts durch den Ministerrat, das Europäische Parlament und die Kommission
<b>23./24. März</b>	Übereinkunft auf dem Europäischen Rat in Stockholm über die Regulierungsreform und die FSAP-Prioritäten
<b>April/Mai</b>	(i) Kommission legt eine Reihe der ersten FSAP-Richtlinien im neuen Format vor (ii) Kommissionsbeschluss über die Einsetzung des EU-Wertpapierausschusses als beratende Gruppe bis zur förmlichen Übertragung der Befugnisse durch Annahme einer Richtlinie/Verordnung auf Stufe 1 (iii) Kommissionsbeschluss zur Einsetzung des Ausschusses der EU-Wertpapierregulierungsbehörden als unabhängige beratende Gruppe (außerhalb der Komitologie)
<b>April – September</b>	(i) Schaffung neuer Konsultationsverfahren (Kommission und ESRC) (ii) Übereinkunft über den interinstitutionellen Kontrollausschuss und dessen Einsetzung
<b>Juni/Juli</b>	Giovannini-Bericht über Clearing und Abrechnung
<b>November</b>	Vorlage des ersten interinstitutionellen Kontrollberichts bei allen Organen
<b>Bis Dezember 2001</b>	Erste vorläufige Ergebnisse der Untersuchung über die wirtschaftlichen Vorteile des integrierten europäischen Finanzmarkts
<b>Bis Ende Dezember 2001</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Überprüfung des Personalbedarfs bei Kommission, Europäischem Parlament und Regulierungsbehörden</li> <li>• Einleitung einer neuen Ausbildungsinitiative des Privatsektors</li> </ul>
<b>Bis Ende Dezember 2001</b>	Neue Ausschussstruktur der Stufe 2 muss funktionsfähig sein

<b>2002</b>	
<b>März</b>	Zweiter Kontrollbericht über das Funktionieren des Regulierungssystems
<b>September</b>	Dritter Kontrollbericht über das Funktionieren des Regulierungssystems

<b>2003</b>	
<b>März</b>	Vierter Kontrollbericht
<b>September</b>	Fünfter Kontrollbericht
<b>Bis Dezember</b>	Interinstitutionelle Vereinbarung (und Umsetzung) der Hauptprioritäten (einheitlicher Prospekt, Börsenzulassungsanforderungen, Herkunftsland-Prinzip für Großkundenmärkte, einschließlich Definition des professionellen Anlegers, neue Anlagevorschriften für Wertpapiere und Pensionsfonds, Annahme internationaler Rechnungslegungsgrundsätze, einheitlicher Pass für Aktienmärkte).

<b>2004</b>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Regierungskonferenz</li> <li>• Vollständige Überprüfung des "neuen" Systems</li> <li>• Überprüfung des FSAP</li> </ul>
<b>März</b>	Sechster Kontrollbericht

## ANHANG 3

# ANALYSE DER STELLUNGNAHMEN ZUM ERSTEN BERICHT DES AUSSCHUSSES DER WEISEN ÜBER DIE REGULIERUNG DER EUROPÄISCHEN WERTPAPIERMÄRKTE

## ZUSAMMENFASSUNG

Einundvierzig Antworten, zumeist des Privatsektors, gingen ein.

*41 Antworten*

Alle Auskunftgebenden begrüßen die allgemeine Zielsetzung des ersten Berichts des Ausschusses. Sie halten ihn für einen wertvollen Beitrag zur diesbezüglichen politischen Debatte. Alle schließen sich der Analyse der derzeitigen Situation in den Kapiteln I, II und III des ersten Berichts an. Sie teilen auch die Auffassung, dass dringend Maßnahmen getroffen werden müssen, um die Schranken bei der Integration der europäischen Finanzmärkte abzubauen.

*Umfassende Unterstützung des ersten Berichts des Ausschusses der Weisen*

Die meisten Antworten konzentrieren sich auf das in Kapitel IV beschriebene mögliche Konzept einer europäischen Rechtsetzung

*Antworten konzentrieren sich auf das Regulierungskonzept*

Allgemein besteht Übereinkunft darüber, dass ein wirksamerer, flexiblerer und schnellerer Rechtsetzungsprozess erforderlich ist. In den Antworten wird jedoch darauf hingewiesen, dass eine schnellere Rechtsetzung nicht auf Kosten der Qualität des Regulierungssystems gehen dürfe.

*Beschleunigung des Rechtsetzungsprozesses, jedoch unter Beibehaltung der Qualität*

Die Auskunftgebenden unterstützen auch die Grundzüge des vorgeschlagenen Institutions-/Regulierungsrahmens. Die Ziele müssen jedoch abgegrenzt werden. Zwischen primären und sekundären Rechtsvorschriften ist eindeutig zu unterscheiden. Zur Erreichung dieses Ziels wird politische Bereitschaft erforderlich sein.

*Umfassende Unterstützung des Vierstufen-Konzepts*

Die Mehrzahl der Antwortenden forderte eine ausführliche Analyse des Regulierungskonzepts mit praktischen Beispielen im Schlussbericht.

*Antwortende wollen mehr Einzelheiten*

Die Antwortenden sprachen vor allem folgende Punkte an:

## 1. Leitsätze für den neuen Regulierungsrahmen

Die meisten Stellungnehmenden vertreten die Auffassung, dass folgende Grundsätze angewandt werden müssen: *Leitsätze*

- Die **Transparenz** des gesamten Rechtsetzungsprozesses wird als wesentlich angesehen. Dies umfasst die frühzeitige Veröffentlichung der ersten politischen Überlegungen, transparente Konsultationsverfahren, die Veröffentlichung von Tagesordnungen, die Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen und -unterlagen, die Einsetzung von Foren / technischen Gruppen, die Veranstaltung von Konferenzen, Gesprächsrunden usw. Die Europäischen Organe und das neue Regulierungsmodell sollten diese Arbeitsmethoden zugrunde legen. Die Stellungnehmenden forderten auch, dass der EU-Wertpapierausschuss und der Ausschuss der EU-Wertpapierregulierungsbehörden die genannten Grundsätze vorschreiben. *Transparenter Rechtsetzungsprozess*
- **Offenheit.** Die Marktbeteiligten und die Verbraucher sollten durch frühzeitige und kontinuierliche Konsultationen in den Rechtsetzungsprozess einbezogen werden. *Einbeziehung der Marktbeteiligten*
- **Rechenschaftspflicht.** Die demokratische Rechenschaftspflicht des EU-Wertpapierausschusses und des Ausschusses der EU-Wertpapierregulierungsbehörden wird als wesentlich angesehen. Die Stellungnehmenden wiesen darauf hin, dass angemessene Mechanismen für die Rechenschaftslegung im Hinblick auf die umfassende Unterrichtung des Europäischen Parlaments geschaffen werden müssen. Verschiedene Möglichkeiten wurden vorgeschlagen, wie Anhörungen vor dem Parlament, eine regelmäßige Berichterstattung und die Einräumung des Beobachterstatus für das Europäische Parlament im EU-Wertpapierausschuss. *Starke demokratische Schutzmaßnahmen erforderlich*

**TABELLE 1: STELLUNGNAHMEN ZU DEM IM ERSTEN BERICHT ERLÄUTERTEN NEUEN ANSATZ**

<b>Allgemeine Stellungnahme zum ersten Bericht</b>	Volle Unterstützung durch alle Antwortenden
<b>Rolle der Regulierung / Regulierungsebene</b>	Gleichgewicht erforderlich; Überregulierung zu vermeiden
<b>Leitsätze</b>	Transparenz, Offenheit, Rechenschaftspflicht und Flexibilität
<b>Neues Konzept des Rechtsetzungssystems</b> → Stufe 1 → Stufe 2 → Stufe 3 → Stufe 4	Umfassende Unterstützung des vierstufigen Konzepts  Eindeutige Festlegung der grundlegenden Ziele erforderlich Klare Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärrecht erforderlich
<b>Verordnungen / Richtlinien</b>	Keine eindeutigen Stellungnahmen
<b>Rolle der nationalen Regulierungsbehörden</b>	Harmonisierung der Zuständigkeiten erforderlich Allgemeine Befürwortung einer verstärkten Zusammenarbeit
<b>Transparenz</b>	Ist als Leitsatz vorzuschreiben
<b>Rolle der Marktbeteiligten / Verbraucher</b>	Frühzeitige und institutionalisierte Beteiligung am Rechtsetzungsverfahren
<b>Durchsetzung</b>	Mehr Mittel für die Kommission erforderlich

## 2. Mögliches Vierstufen-Konzept

Eine beschränkte Anzahl von Antwortenden meinte, die Verabschiedung einer Reihe von Grundsätzen und Zielen, die für alle Wertpapiervorschriften gelten, sei zur Beurteilung der künftigen Rechtsvorschriften nützlich.

### (a) Stufe 1

Die Verabschiedung der Rechtsvorschriften der 1. Ebene wird für den Erfolg des neuen Konzepts für ausschlaggebend gehalten. Zwischen primären und sekundären Rechtsvorschriften (Grundsätze auf der 1. Ebene, detaillierte Umsetzung auf der 2. Ebene) muss deshalb klar unterschieden werden. Dies kann je nach Bereich unterschiedlich sein. Die 1. Ebene sollte "wesentliche Bestandteile" enthalten, d.h. zentrale Grundsätze, die voraussichtlich kurz- oder mittelfristig nicht geändert werden müssen.

*Unterscheidung erforderlich zwischen primären und sekundären Rechtsvorschriften*

In Bezug auf die Art der Rechtsvorschriften wurde auch der Übergang von Richtlinien auf Verordnungen erwähnt. In den Antworten wurde jedoch keiner der Arten der eindeutige Vorzug gegeben.



**(b) Stufe 2**

Der Schlussbericht sollte einige zentrale Punkte umfassen, u.a.:

*Zentraler Punkt -  
eindeutigere  
Festlegung der  
Stufe 2*

- Rolle, Ziele und Arbeitsverfahren der beiden Ausschüsse

Allgemein herrscht Übereinkunft darüber, dass eine Reihe von Zielen aufgestellt werden sollte, um die Zuständigkeiten beider Ausschüsse abzugrenzen. Die Arbeiten und Beratungen der Ausschüsse sollten von der erforderlichen Transparenz und Zusammenarbeit mit den Marktbeteiligten geleitet werden. In einigen Antworten wurden Bedenken darüber geäußert, die Arbeitsmethoden des FESCO in die EU-Rahmenregelung zu übernehmen. Mehr Einzelheiten zu den Arbeitsverfahren des Ausschusses der Regulierungsbehörden wurden deshalb gefordert.

*Rolle, Ziele und  
Arbeitsverfahren  
beider  
Ausschüsse.*

- Zusammensetzung des Ausschusses der Regulierungsbehörden

Da es kein gemeinsames Aufsichtsmodell gibt, wirft die Zusammensetzung des Ausschusses der Regulierungsbehörden größere Fragen und einige Probleme auf. Bei den zuständigen Behörden, die die Kommission auf Stufe 2 beraten sollen, könnte es sich z.B. um derzeitige FESCO-Mitglieder handeln. Die Aufgaben und Zuständigkeiten der nationalen Regulierungsbehörden sind je nach Mitgliedstaat sehr unterschiedlich. Eine Vorabharmonisierung der Regulierungsaufgaben in den Mitgliedstaaten wäre deshalb wünschenswert.

*Zusammen-  
setzung des  
Ausschusses der  
Regulierungs-  
behörden -  
Vereinheitlichung  
erforderlich.*

- Verbindungen zwischen dem Wertpapierausschuss und dem Ausschuss der Regulierungsbehörden und dem Europäischen Parlament (Ausschuss für Wirtschaft und Währung)

In den Antworten wurde gefordert, die Rolle des Europäischen Parlaments zu bestätigen, damit der Rechtsetzungsprozess transparent, verantwortlich und demokratisch abläuft. Verschiedene Modelle werden vorgeschlagen, wie die umfassende Rechenschaftspflicht gegenüber dem Parlament und dem EU-Wertpapierausschuss und die Verpflichtung, regelmäßig über die Tätigkeiten der Ausschüsse Bericht zu erstatten.

*Enge  
Verbindungen  
zum  
Europäischen  
Parlament  
wesentlich.*

**TABELLE 2 : STELLUNGNAHMEN ZUM NEUEN INSTITUTIONELLEN RAHMEN**

<b>Wertpapierausschuss</b>	Allgemeine Unterstützung für seine Einsetzung Er muss zugänglich und transparent sein.
<b>Ausschuss der Regulierungsbehörden</b>	Bitte um mehr Einzelheiten über seine Rolle und Zusammensetzung.
<b>Rolle des Europäischen Parlaments</b>	Seine Rechte sind zu wahren. Die Rechenhaftspflicht des Wertpapierausschusses gegenüber dem EP wird empfohlen.
<b>Verbindungen zwischen beiden Ausschüssen</b>	Mehr Einzelheiten gefordert.
<b>Stellungnahmen zum FESCO</b>	Kritik über die mangelnde Transparenz
<b>Einheitliche Europäische Aufsichtsbehörde</b>	Allgemeine Übereinkunft darüber, dass ihre Schaffung derzeit verfrüht wäre.

**(c) Stufe 3**

In den meisten Antworten wird die Auffassung vertreten, dass die unterschiedlichen Zuständigkeiten und Befugnisse der nationalen Aufsichtsbehörden die einheitliche Anwendung des EU-Rechts und die effiziente internationale Zusammenarbeit behindern. In den meisten Antworten wird darauf hingewiesen, dass eine Vorabharmonisierung der Zuständigkeiten der nationalen Regulierungsbehörden als notwendig angesehen wird sowie eine gründliche Überprüfung der Trennung zwischen den Zuständigkeiten der Aufsichtsbehörden und den Börsen.

*Konvergenz zwischen nationalen Regulierungsbehörden.*

**(d) Stufe 4**

Es wird die Auffassung vertreten, dass die mangelnde Durchsetzung durch die Kommission bisher als ernsthaftes Hindernis für die Vollendung des Finanzdienstleistungsbinnenmarkts gewirkt hat. Im Schlussbericht sollten Vorschläge zur Verstärkung der Durchsetzungsmöglichkeiten und -instrumente für die Kommission in Betracht gezogen werden.

*Mehr Durchsetzungsmöglichkeiten für die Kommission*

**3. Sonstige Stellungnahmen**

In den Antworten wurde auch zu den vorläufigen Schlussfolgerungen des ersten Berichts Stellung genommen.

Nachfolgend eine Zusammenfassung:

**TABELLE 3: SONSTIGE STELLUNGNAHMEN ZU DEN ERSTEN SCHLUSSFOLGERUNGEN**

<b>Wirtschaftliche Vorteile</b>	Übereinkunft über den Vorschlag, eine geeignete Untersuchung über die Vorteile durchzuführen.
<b>Handelsfragen</b>	Billigung der Analyse des Ausschusses der Weisen und Vorschlag, im Schlussbericht deutlicher auf diese Fragen einzugehen.
<b>Marktvolatilität</b>	Vorschläge, jegliche Bewertung der Volatilität aus dem Schlussbericht zu streichen.
<b>FSAP</b>	Allgemeine Übereinkunft, den Abschluss des FSAP auf 2004 vorzuziehen.  Die EU muss gewährleisten, dass schnellere Rechtsvorschriften nicht gleichbedeutend sind mit Vorschriften geringerer Qualität.

*Sonstige  
Stellungnahmen*

In einigen zusätzlichen Bemerkungen wird auf die in dem ersten Bericht enthaltenen wichtigsten technischen Fragen eingegangen.

Zusammenfassung:

**TABELLE 4 : ZUSÄTZLICHE STELLUNGNAHMEN**

<b>Clearing und Abrechnung</b>	Vorschläge zur Beseitigung der Hindernisse bei der Vollendung des Europäischen Marktes sind erforderlich. In weiteren Stellungnahmen werden Zweifel an der im ersten Bericht enthaltenen Bewertung des durch ein integriertes Clearing und Abrechnungssystem zu erreichenden Einsparungspotenzials geäußert. Von einigen werden Wettbewerbsfragen aufgeworfen. Die meisten meinen, dass die Marktkräfte den Konsolidierungsprozess leiten sollten.
<b>Herkunftsland und gegenseitige Anerkennung</b>	In einigen Antworten wird nachdrücklich die unverzügliche und umfassende Anwendung dieser Grundsätze, vor allem auf die Großkundenmärkte, gefordert.
<b>Alternative Handelssysteme</b>	Bitte um Schaffung gleicher Wettbewerbsbedingungen zwischen den Börsen.
<b>OTC-Markt</b>	Weitere Regulierung des Freiverkehrs wird für unnötig und unerwünscht gehalten.
<b>Einstufung der Anleger</b>	Unterscheidung zwischen Anlegern wird allgemein für nützlich und erforderlich gehalten

*Zusätzliche  
technische  
Fragen*

## Anhang 4

### Hypothetical examples of the possible role of the Securities Committee

These examples aim to describe how Level 1 proposals could be structured but are without prejudice to future work in the areas by the Commission and FESCO.

#### (a) Harmonization of regular reporting obligations

Note : the changes that could be made to the text in this hypothetical example are indicated in bold characters in italics.

#### COUNCIL DIRECTIVE of 15 February 1982

on information to be published on a regular basis by companies the shares of which have been admitted to official stock-exchange listing  
(82/121/EEC)

THE COUNCIL OF THE EUROPEAN COMMUNITIES,

Having regard to the Treaty establishing the European Economic Community, and in particular Articles 54 (3) (g) and 100 thereof,

Having regard to the proposal from the Commission (1),

Having regard to the opinion of the European Parliament (2),

Having regard to the opinion of the Economic and Social Committee (3),

Whereas Council Directive 80/390/EEC of 17 March 1980 coordinating the requirements for the drawing up, scrutiny and distribution of the listing particulars to be published for the admission of securities to official stock-exchange listing (4) seeks to ensure improved protection of investors and a greater degree of equivalence in the protection provided, by coordinating requirements as to the information to be published at the time of admission;

Whereas, in the case of securities admitted to official stock-exchange listing, the protection of investors requires that the latter be supplied with appropriate regular information throughout the entire period during which the securities are listed; whereas coordination of requirements for this regular information has similar objectives to those envisaged for the listing particulars, namely to improve such protection and to make it more equivalent, to facilitate the listing of these securities on more than one stock exchange in the Community, and in so doing to contribute towards the establishment of a genuine Community capital market by permitting a

fuller interpenetration of securities markets;

Whereas, under Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 coordinating the conditions for the admission of securities to official stock-exchange listing (5), listed companies must as soon as possible make available to investors their annual accounts and report giving information on the company for the whole of the financial year; whereas the fourth Directive 78/660/EEC (6) has coordinated the laws, regulations and administrative provisions of the Member States concerning the annual accounts of certain types of companies;

Whereas companies should also, at least once during each financial year, make available to investors reports on their activities;

Whereas this Directive can, consequently, be confined to coordinating the content and distribution of a single report covering the first six months of the financial year;

Whereas, however, in the case of ordinary debentures, because of the rights they confer on their holders, the protection of investors by means of the publication of a report is not essential;

Whereas, by virtue of Directive 79/279/EEC, convertible or exchangeable debentures and debentures with warrants may be admitted to official listing only if the related shares are already listed on the same stock exchange or on another regulated, regularly operating, recognized open market or are so admitted simultaneously;

Whereas the Member States may derogate from this principle only if their competent authorities are satisfied that holders have at their disposal all the information necessary to form an opinion concerning the value of the shares to which these debentures relate;

Whereas, consequently, regular information needs to be coordinated only for companies whose shares are admitted to official stock-exchange listing;

Whereas the report must enable investors to make an informed appraisal of the general development of the company's activities during the period covered by the report;

Whereas, however, this report need contain only the essential details on the financial position and general progress of the business of the company in question;

Whereas, in order to take account of difficulties resulting from the current state of laws in certain Member States, companies may be allowed a longer period to implement the provisions of this Directive than that laid down for the adaptation of national laws;

Whereas, so as to ensure the effective protection of investors and the proper operation of stock exchanges, the rules relating to regular information to be published by companies, the shares of which are admitted to official stock-exchange listing within the Community, should apply not only to companies from Member States, but also to companies from non-member countries

HAS ADOPTED THIS DIRECTIVE:

## SECTION I

### General provisions and scope

#### Article 1

1. This Directive shall apply to companies the shares of which are admitted to official listing on a stock exchange situated or operating in a Member State, whether the admission is of the shares themselves or of certificates representing them and whether such admission precedes or follows the date on which this Directive enters into force.

2. This Directive shall not, however, apply to investment companies other than those of the closed-end type. For the purposes of this Directive 'investment companies other than those of the closed-end type' shall mean investment companies:

- the object of which is the collective investment of capital provided by the public, and which operate on the principle of risk spreading, and

- the shares of which are, at the holders' request, repurchased or redeemed, directly or indirectly, out of those companies' assets. Action taken by such companies to ensure that the stock-exchange value of their shares does not significantly vary from their net asset value shall be regarded as equivalent to such repurchase or redemption.

3. The Member States may exclude central banks from the scope of this Directive.

#### Article 2

***The Member States shall ensure that the companies publish a report on their activities and profits and losses on a regular basis.***

***The report shall be published within a fixed time limit.***

***The report shall be sent to the competent authorities of each Member State in which its shares are admitted to official listing, and shall be made available to the public.***

***It shall contain comparative figures as well as an explanatory statement relating to the company's activities and profits and losses, so as to enable investors to assess the current state and the likely future developments of the company.***

***The report must be drawn up in the official language or languages or in one of the official languages or in another language, provided that, in the Member State concerned, such official language or languages or such other language are customary in the sphere of finance and are accepted by the competent authorities.***

***Where the accounting information has been audited by the official auditor of the company's accounts, that auditor's report and any***

***qualifications he may have shall be reproduced in full.***

## Article 3

The Member States may subject companies to obligations more stringent than those provided for by this Directive or to additional obligations, provided that they apply generally to all companies or to all companies of a given class.

## SECTION II

### Powers of the competent authorities

## Article 4

1. Member States shall appoint one or more competent authorities and shall notify the Commission of the appointment of such authorities, giving details of any division of powers among them. Member States shall also ensure that this Directive is applied.

2. The Member States shall ensure that the competent authorities have the necessary powers to carry out their task.

3. If a company governed by the law of a non-member country publishes a report in a non-member country, the competent authorities may authorize it to publish that report instead of the report provided for in this Directive, provided that the information given is equivalent to that which would result from the application of this Directive.

4. This Directive shall not affect the competent authorities' liability, which shall continue to be governed solely by national law.

## SECTION III

### Cooperation between Member States

## Article 5

1. The competent authorities shall cooperate whenever necessary for the purpose of carrying out their duties and shall exchange any information required for that purpose.

2. Where a report has to be published in more than one Member State, the competent authorities of these Member States shall, by way of derogation from Article 3, use their best endeavours to accept as a single text the text which meets the requirements of the Member State in which the

company's shares were admitted to official listing for the first time or the text which most closely approximates to that text. In cases of simultaneous admission to official listing on two or more stock exchanges situated or operating in different Member States, the competent authorities of the Member States concerned shall use their best endeavours to accept as a single text the text of the report which meets the requirements of the Member State in which the company's head office is situated; if the company's head office is situated in a non-member country, the competent authorities of the Member States concerned shall use their best endeavours to accept a single version of the report.

## SECTION IV

### **Securities** Committee

#### Article 6

**1. The Commission shall be assisted by a Committee, composed of representatives of the Member States and chaired by the representative of the Commission (The Securities Committee)**

**2. The regulatory procedure laid down in Article 5 of Decision 1999/468/EC shall apply in compliance with Article 7 and Article 8 thereof.**

**3. The Securities Committee shall have as its functions :**

**(a) to set out, for the application of Article 2 of the Directive, the following elements :**

- the period within which the report shall be published;**
- the circumstances in which the competent authorities will be permitted to extend the time limit for publication;**
- where a company publishes consolidated accounts, the circumstances in which Member States may allow the competent authorities to require the company to publish additional information;**
- the modes of publication of the report;**
- the date of communication of the report by the company to the Member States competent authorities;**
- the circumstances in which the competent authorities will be permitted to provide for adaptations to the particular requirements of this Directive ;**
- the conditions under which the competent authorities may authorise the omission from the report of certain information provided for in this Directive.**

**(b) without prejudice to Articles 169 and 170 of the Treaty to facilitate the harmonized implementation of this Directive through regular consultations on any practical problems arising from its application on which exchanges**



of views are deemed useful;

(c) to facilitate consultation between the Member States on the more stringent or additional obligations which they may impose pursuant to Article 3 with a view to the ultimate convergence of obligations imposed in all Member States, in accordance with Article 54 (3) (g) of the Treaty;

(d) to advise the Commission, if necessary, on any additions or amendments to be made to this Directive; in particular, the Committee shall consider the possible modification of **Articles 2 and 3** in the light of progress towards the convergence of obligations referred to in (b) above.

2. Within five years of notification of this Directive, the Commission shall, after consulting the **Securities** Committee, submit to the Council a report on the application of **Articles 2 and 3** and on such modifications as it would be possible to make thereto.

## SECTION V

### Final provisions

#### Article 7

1. Member States shall bring into force the measures necessary to comply with this Directive not later than 30 June 1983. They shall forthwith inform the Commission thereof.

2. Member States may postpone application of the measures referred to in paragraph 1 until 36 months from the date on which they bring such measures into force.

3. As from the notification of this Directive, Member States shall communicate to the Commission the main provisions of the laws, regulations and administrative provisions which they adopt in the field governed by this Directive.

#### Article 8

This Directive is addressed to the Member States.

Done at Brussels, 15 February 1982.

(1) OJ No C 29, 1. 2. 1979, p. 5 and OJ No C 210, 16. 8. 1980, p. 5.

(2) OJ No C 85, 8. 4. 1980, p. 69.

(3) OJ No C 53, 3. 3. 1980, p. 54.

(4) OJ No L 100, 17. 4. 1980, p. 1.

(5) OJ No L 66, 16. 3. 1979, p. 21.

## **(b) Harmonization of core conduct of business rules for investor protection**

The FESCO Expert Group on Investor Protection has drafted a proposal for the harmonisation of core conduct of business rules for investor protection (article 11 of the Investment Service Directive (93/22/EEC)).

This note sets out a model of a possible EU approach inspired by FESCO's work as it relates to information to be provided to customers.

Annex A contains an hypothetical example of a directive providing for basic principles and conferring implementing powers on the Securities Committee.

Annex B contains implementing rules which could be adopted by the expert committee process after the adoption of the basic directive described in annex A.

## **ANNEX A**

### **I. Basic principles to be set out by the legislator in an EU directive<sup>1</sup>**

#### **Information to be provided to the customers**

#### **1. Prior to the provision of investment services, an investment firm must provide to customers information relating to**

- *itself and the services it provides;*
- *the key features of investments services and financial instruments envisaged;*
- *the charges relating to the services or instruments envisaged;*
- *the risks associated with the financial instruments and transactions envisaged.*

---

<sup>1</sup> In implementing the following principles, the competent authorities shall make an appropriate distinction between the requirements applying to the professional investors and those applying to retail investors (retail investors are to be understood as investors acting outside their professional activities).

2. *During the performance of investment services, an investment firm must ensure that customers are provided promptly with the essential information concerning the progress of execution of any transaction they undertake.*
3. *If an investment firm issues a marketing communication, the promotional purpose of marketing communications must not be disguised.*
4. *The information provided to the customers shall be fair, clear, and not misleading, so as to enable them to make informed investment decisions.*

### **Customer agreements**

1. *Prior to the provision of any investment service, the investment firm must enter into a written agreement with the customer setting out the rights and obligations of the parties, a description of the services to be provided, and all other items of information necessary for the proper understanding and performance of the agreement.*
2. *The customer agreement must be clear and easily understandable by the customer.*

### **II. Implementing measures to be adopted by the Securities Committee**

1. *The Commission shall be assisted by the Committee established by the Directive on information to be published on a regular basis by companies the share of which have been admitted to official stock-exchange listing (82/121/EEC) (The Securities Committee)*
2. *The regulatory procedure laid down in Article 5 of Decision 1999/468/EC shall apply in compliance with Article 7 and Article 8 thereof.*
3. *The Securities Committee shall have as its functions to set out the following elements :*
  - *guidance as to the appropriate way to present and communicate information to the customer;*
  - *where appropriate, the time-limit in which any requested information*

*shall be provided to the customer ;*

- *the content of any information to be provided to the customer;*
- *the content of any marketing communication;*
- *the content of the customers agreements.*

## **ANNEX B**

### **Selection of rules set out in FESCO's consultative paper on the harmonization of core conduct of business rules for investor protection**

#### **A. INFORMATION TO BE PROVIDED TO CUSTOMERS**

##### **(1) BASIC REQUIREMENTS**

- ***RULES***

1. The firm must ensure that information provided to customers is clear and comprehensible. The content and purpose of the information should be easily understood and key items should be given due prominence. The impact of the message should not be diminished or obscured by the use of inappropriate content or presentation.
2. The investment firm must take into consideration the time necessary for a customer to absorb and react to the information provided and must supply its customers with information on a prompt basis according to the urgency of the situation.
3. If information provided contains comparisons, the requirement of being fair, clear and not misleading means that the comparisons must:
  - a) be based either on facts verified by the investment firm, or on assumptions stated within the information;
  - b) be presented in a fair and balanced way;
  - c) not omit any fact that is material to the comparison.

##### **(2) INFORMATION TO BE PROVIDED TO CUSTOMERS BEFORE THE PROVISION OF INVESTMENT SERVICES**

## **(2.1) MARKETING COMMUNICATIONS**

- ***RULES***

4. An investment firm must be able to demonstrate that the information provided in a marketing communication is consistent with the information it provides to its customers before and during the provision of the investment services.
5. Any marketing communication must contain at least the information about the investment firm defined in points a) and d) of paragraph 35. In case of a cross border marketing communication, the information provided must in addition state that information about the firm can also be obtained from or through the competent authority of the Member State where the customer resides.
6. An investment firm must not use the name of the competent authority to endorse its marketing communication or services.
7. Where a marketing communication refers to a financial instrument or an investment service it must provide at least the information referred to in points a) and d) of paragraph 39.

## **(2.2) INFORMATION ABOUT THE INVESTMENT FIRM**

- ***RULE***

8. An investment firm must provide customers with the following information prior to the provision of investment services:
  - a) the identity of the investment firm, its postal address and telephone number;
  - b) the financial group to which the investment firm belongs;
  - c) the identity and status within the investment firm of employees and other relevant agents with whom the customer has or is to have contact;
  - d) the fact that the investment firm is authorised and/or registered and the name of the competent authority that has authorised and/or registered it;
  - e) the legal capacity in which the investment firm acts and the functions that it performs so that that the customer is able to assess the scope of the firm's responsibilities;
  - f) details of the relevant compensation scheme;

- g) details of any relevant out-of-court complaint and redress mechanism and how the customer can access it;
- h) any existing or potential conflicts of interest between the investment firm and its customer and an outline of the firm's policies in relation to conflicts of interest;
- i) the languages in which the customer can communicate with the investment firm.

### **(2.3) INFORMATION ON FINANCIAL INSTRUMENTS AND INVESTMENT SERVICES**

- ***RULES***

- 9. An investment firm must inform potential customers of the key features of financial instruments and investment services. This information must consist of a description of the type of instruments and services that must be in line with the firm's assessment of the customer's knowledge and experience and having regard to any relevant facts disclosed by the customer.
- 10. The information provided to customers must include the following:
  - a) a description of the main characteristics of the instrument/service, including the nature of the financial commitment, whether they are traded on a regulated market or not and the risks involved;
  - b) price, including commissions, fees and other charges, of the instrument/service;
  - c) arrangements for payment and performance;
  - d) details on any cancellation rights or rights of reflection that may apply.
- 11. In order to give a fair and adequate description of the investment service or financial instrument being promoted, an investment firm must avoid accentuating the potential benefits of an investment service or financial instrument without also giving a fair indication of the risks.
- 12. The fair and adequate description of a compound product must contain all the relevant characteristics of the composing instruments. The 'relevant characteristics' of a compound product means all the different characteristics of the product, for example the different services involved, the duration of the product, the fact whether you borrow money, the interest due, etc.
- 13. The information on financial instruments and investment services must

not state or imply that the performance of services or of the investment is guaranteed unless there is a legally enforceable arrangement with a third party who undertakes to meet in full an investor's claim under the guarantee. Sufficient detail about the guarantor and the guarantee must be provided to enable the investor to make a fair assessment of the guarantee.

14. When information provided refers to a particular tax treatment the investment firm must remind the customer that the taxation depends on his or her personal situation and that the tax treatment is subject to change. In any event the investment firm must recommend to the customer to seek independent tax advice.
15. If a reference to historical performance of investment services or financial instruments is made, it must be clearly expressed that the figures refer to the past, and that they do not constitute reliable guidance as to the performance of these services and instruments in the future.
16. Any estimate, forecast or promise contained in the information on financial instruments and investment services must be clearly expressed, must state the assumptions on which it is based, must be relevant and must not mislead the customer.
17. If the information refers to actual returns based on past performance:
  - a) the reference period must be stated and must not be less than one year, provided that the relevant data are available;
  - b) where returns relate to more than one year, they must either be reduced to an average annual rate or stated separately as annual returns;
  - c) where an average annual return is presented for more than one year, a reference period of at least five years must be used provided the relevant data are available. If the relevant data are not available over a reference period of at least five years (e.g. because the financial instrument or the investment portfolio has not existed for such a period), the returns may be measured from the issue date or the date on which the portfolio was established;
  - d) where a benchmark is used to compare returns, it must be identified and its reference period must be equal to that of the investment service or financial instrument being promoted;
  - e) the information provided must, if simulated returns are used, state that a simulation has been used;
  - f) if the return figures are not denominated in local currency, the currency used must be stated and reference shall be made to the currency risk for the return in local currency.

18. The relevant provisions on actual returns shall apply *mutatis mutandis* to the method of calculating and presenting the future returns. Information on estimated future returns must state that the estimated future returns are forecasts and that the forecasts are supported by figures and have been subject to verification by an independent third party.
19. A direct offer marketing which promotes a specific financial instrument or investment service must contain a fair and adequate description of the instrument or service, including the risks involved, so as to enable potential customers to make an informed assessment of such instrument or service.
20. A direct offer marketing must contain a prominent statement that, if a customer has any doubt about the product or service which is the subject of the marketing communication, he should contact the investment firm for advice or contact an independent intermediary if the investment firm does not offer advice.

### **Derivatives and leveraged transactions**

21. If the customer envisages undertaking transactions in derivatives, the information provided must relate to the types of instruments concerned (e.g. futures/options/swaps), include an explanation of their characteristics (especially the leverage effect, the duration of the premium, the liquidity and volatility of the market) and a description of their underlying parameter (e.g. equities/interest rates/currencies), and indicate the method to be used to execute the customer's transactions (in particular, on a regulated market or not).

## **2.4 COMMISSIONS, CHARGES AND FEES**

- ***RULES***

22. The information to be disclosed on commissions, charges and fees must contain:
  - a) the charges for each transaction, product or service, specifying clearly the reason for the charge and detailing, where appropriate, the percentage or rate applicable, the frequency with which it is applied, any maximum or fixed minimum fees and, where the commission or fee must be paid in foreign currency, the currency involved;
  - b) if various investment firms are to be involved in a transaction or



service, an indication to this effect. An investment firm may elect to establish the full cost to the customer of the transaction or service or the cost solely of its own intervention, stating in this case the items involved plus an indication of the fees relating to the participation of the other firms.

## 2.5 RISK WARNINGS

### • **RULES**

55. In addition to the information to be included in marketing communications and product literature the investment firm must provide its customers with specific risk warnings as appropriate. Instances where the type of instrument or transaction envisaged makes specific risk warnings necessary include:

- financial instruments not traded on a regulated market;
- financial instruments not authorised to be marketed to the public in the country of residence of the customer;
- transactions in illiquid financial instruments ;
- derivatives;
- financial instruments subject to high volatility;
- short sales of financial instruments;
- securities repurchase agreements or securities lending agreements;
- foreign markets where appropriate;
- transactions which involve credit or margin payments;
- deposit of collateral;
- foreign currency transactions.

As a minimum the investment firm must explain to the customer that contracts in these instruments and transactions should not be entered into unless the customer fully understands the nature and scope of the risk and appreciates the extent of the exposure to that risk.

56. Risk warnings about derivatives must disclose that the instrument can be subject to sudden and sharp falls in value. Where the investor may not only lose his entire investment but may also be required to pay more later, he must also be warned about this fact and the possible obligation to provide extra funding. In addition the risk warning must, where appropriate, carry information on a) clearing house protections (e.g. that although the performance of a transaction is sometimes 'guaranteed' by the exchange or clearing house this guarantee will not necessarily protect the customer in the

event of default by the investment firm or another counterparty); b) suspension of trading (e.g. that under certain trading conditions it may be impossible to liquidate a position); c) insolvency (e.g. that in the event of default of an investment firm involved with the customer's transaction, positions may be liquidated automatically and actual assets lodged as collateral may be irrecoverable).

**ERSTER BERICHT  
DES  
AUSSCHUSSES DER WEISEN  
ÜBER  
DIE REGLEMENTIERUNG DER EUROPÄISCHEN  
WERTPAPIERMÄRKTE**

Brüssel, 9. November 2000

## **AUSSCHUSS DER WEISEN**

**Vorsitzender: Alexandre LAMFALUSSY**

Cornelius HERKSTRÖTER

Luis Angel ROJO

Bengt RYDEN

Luigi SPAVENTA

Norbert WALTER

Nigel WICKS

Berichterstatter: David WRIGHT

Sekretariat: Pierre DELSAUX

# INHALT

	<b>Seite</b>
<b>Vorwort</b>	<b>1</b>
<b>Einleitung</b>	<b>3</b>
<b>Kapitel I</b>	<b>5</b>
<b>Vorteile eines integrierten europäischen Finanzmarkts</b>	
<b>Kapitel II</b>	<b>10</b>
<b>Finanzmarktentwicklungen in der Europäischen Union</b>	
<b>Kapitel III</b>	<b>16</b>
<b>Die Hauptmängel der derzeitigen europäischen Regulierung</b>	
<b>Kapitel IV</b>	<b>22</b>
<b>Erste Schlussfolgerungen</b>	
<b>Anhang 1</b>	<b>30</b>
Mandat des Ausschusses der Weisen, das ihm am 17. Juli 2000 vom Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der EU (ECOFIN-Rat) übertragen wurde	
<b>Anhang 2</b>	<b>33</b>
Arbeitsmethoden des Ausschusses der Weisen	
<b>Anhang 3</b>	<b>35</b>
Zusammenfassung der Antworten auf den Online-Fragebogen des Ausschusses der Weisen	
<b>Anhang 4</b>	<b>47</b>
Jüngste akademische Arbeiten auf dem Gebiet der Verbindungen zwischen Größe und Wachstum der Finanzmärkte und dem Wachstum des Ertrages	
<b>Anhang 5</b>	<b>50</b>
Komitologieverfahren der Europäischen Union	

## VORWORT

Dies ist der erste Bericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte. Er entspricht dem Mandat (siehe Anhang 1), das die Wirtschafts- und Finanzminister der Europäischen Union dem Ausschuss am 17. Juli 2000 mit der Bitte erteilt haben, "...dem ECOFIN-Rat Anfang November 2000 einen ersten Bericht vorzulegen", aus dem "der Sachstand und erste Lösungsansätze hervorgehen [sollen]." Dem Ausschuss wurde darin die Aufgabe übertragen,

*Erster Bericht*

- **die derzeitigen Bedingungen für die Anwendung der Regulierungsmaßnahmen für die Wertpapiermärkte in der Europäischen Union zu bewerten;**
- **zu untersuchen, wie mit den Regelungen für die Wertpapiermärkte in der Europäischen Union am besten auf die aktuellen Entwicklungen an den Wertpapiermärkten reagiert werden kann (...), und**
- **im Hinblick auf die Beseitigung von Hemmnissen und Hindernissen zum Zwecke der Aktualisierung der derzeitigen Praktiken entsprechende Szenarien vorzuschlagen, um bei deren täglicher Anwendung eine größere Konvergenz und Zusammenarbeit zu gewährleisten und neuen Marktentwicklungen Rechnung zu tragen.**

*Die drei zentralen Punkte des Mandats*

Der Ausschuss beschloss, seine Arbeiten auf den Primär- und Sekundärwertpapiermarkt, d.h. auf Aktienwerte, Derivate (einschließlich Freiverkehr), Industrieanleihen, Staatsanleihen usw. zu konzentrieren. Dabei wurden neben den geregelten Märkten auch alternative Handelssysteme (alternative trading systems, ATS) berücksichtigt.

*Die europäischen Wertpapiermärkte im Blickfeld*

Der Ausschussvorsitzende, Alexandre Lamfalussy, und die anderen Ausschussmitglieder danken der französischen Ratspräsidentschaft, den Mitgliedern des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments, Vertretern der Mitgliedstaaten und der Europäischen Kommission und insbesondere dem Berichterstatter, dem Sekretariat und dessen Mitarbeitern für ihre Unterstützung und ihre Beiträge. Darüber hinaus möchte der Ausschuss all jenen danken, die oft sehr kurzfristig an den Anhörungen teilgenommen haben, sowie allen Organisationen und Einzelpersonen, die den Online-Fragebogen des Ausschusses ausgefüllt haben.

*Dank*

**Der Ausschuss würde es begrüßen, wenn seine ersten Schlussfolgerungen in der kurzen Zeit, die bis zur Vorlage des endgültigen Berichts Mitte Februar 2001 vor der Tagung des Europäischen Rates am 23./24. März in Stockholm verbleibt, auf breitestmöglicher Ebene öffentlich diskutiert würden. Stellungnahmen können dem Ausschuss per E-Mail ([pierre.delsaux@cec.eu.int](mailto:pierre.delsaux@cec.eu.int)) oder per Fax (00.32.2.2955606) zugesandt werden.**

*Aufforderung zu breiter  
Debatte über erste Be-  
richtsergebnisse*

## EINLEITUNG

Der Wandel auf den europäischen und den globalen Finanzmärkten vollzieht sich heute in atemberaubendem und immer rascherem Tempo. In der Geschichte der Finanzmärkte hat es nur selten derart rapide und vielschichtige Veränderungen gegeben. Dafür verantwortlich sind mehrere Faktoren: die Globalisierung, die ein für den Wettbewerb sehr günstiges Umfeld geschaffen hat, rasche Fortschritte in der Kommunikations- und Informationstechnologie, die die Kosten für den Handel senken, die Finanzinnovationen mit der nahezu täglichen Einführung neuer Finanzprodukte beschleunigen, und der Euro, der durch die Beseitigung von Wechselkursrisiken in der Euro-Zone zu einer verstärkten Integration der europäischen Finanzmärkte beiträgt. All dies führt zu einer Umstrukturierung der europäischen Wertpapiermärkte, die sich auch auf Wertpapierbörsen und Marktteilnehmer erstreckt.

*Tiefgreifende Marktveränderungen durch Globalisierung, Fortschritte in Kommunikations- und Informationstechnik, Euro ...*

Veränderungen dieser Größenordnung stellen im Kontext der Schaffung eines integrierten europäischen Finanzmarktes für die zuständigen Regulierungsbehörden wie für die Regulierung im allgemeinen eine große Herausforderung dar. Zunächst sollten die Integrationshindernisse beseitigt werden, die aus unnötigen Unterschieden in den verschiedenen Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten resultieren und damit eine stetige Ursache für die Marktsegmentierung sind. Zweitens müssen die europäischen Vorschriften mit dem hohen Tempo der technischen Entwicklung und den raschen Marktveränderungen Schritt halten und dabei im gesamten Finanzsystem stets für angemessenen Anlegerschutz und Stabilität sorgen. Eine der größten Aufgaben liegt darin, sicherzustellen, dass das europäische Regulierungssystem kontinuierlich, flexibel und schnell an heute noch nicht vorhersehbare, künftige Entwicklungen angepasst werden kann. Dabei muss allerdings sichergestellt sein, dass es nicht zu einer Behinderung legitimer Marktentwicklungen und sich in bezug auf den Wettbewerb zwischen den verschiedenen Anbietern von Finanzdienstleistungen neutral verhält.

*Neue Herausforderungen für Wertpapierregulierungsbehörden und Regulierung*

Eine wirksame Regulierung der europäischen Finanzdienstleistungs- und Kapitalmärkte ist für die gesamte Europäische Union und all ihre Bürger von zentraler Bedeutung. Sie ist nicht nur Voraussetzung für eine erfolgreiche Wirtschaftsreform und ein gesteigertes Wirtschaftswachstum, sondern auch dafür, dass die hohen Spareinlagen in den Unternehmenssektor fließen können. Ferner Voraussetzung für die Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Europäischen Union und für die Freisetzung ihres Unternehmerpotentials. Und nicht zuletzt ist sie auch für die Schaffung von Arbeitsplätzen und den Verbraucherschutz von zentraler Bedeutung. Aus einem integrierten europäischen Kapitalmarkt können erhebliche strategische, wirtschaftliche und soziale Vorteile gezogen werden.

*Eine wirksame Regulierung ist von zentraler Bedeutung*

Der Ausschuss ist sich der engen historischen Parallelen zwischen den Reformen bewusst, die heute zur Schaffung eines voll integrierten

*Parallelen zwischen den Reformen, die zur Schaffung eines*



europäischen Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarkts erforderlich sind, und denen, die zur Errichtung des Binnenmarkts von 1992 eingeleitet wurden. Die Parallelen zwischen dem Programm der Europäischen Kommission von 1992 und dem Aktionsplan für Finanzdienstleistungen liegen auf der Hand. In beiden Fällen besteht das Ziel in der Schaffung eines einheitlichen Wirtschaftsraums. Beide erfordern eine wirksame und rechtzeitige Regulierung auf europäischer Ebene, ihrerseits die Grundvoraussetzung für ein besseres Funktionieren und ein hohes Maß an Integration der europäischen Märkte. Dabei besteht eine wesentliche Aufgabe darin, sicherzustellen, dass europäische Rechtsvorschriften ordnungsgemäß um- und durchgesetzt werden.

*integrierten europäischen Finanzmarkts erforderlich sind, und denen, die für den Binnenmarkt von 1992 eingeleitet wurden*

Wenn in den kommenden Jahren ein offener europäischer Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarkt geschaffen wird, der die logische und notwendige Ergänzung zum Euro darstellt, wird damit die größte Lücke im Binnenmarkt der Europäischen Union geschlossen. Zusammen mit dem Aufbau einer Informationswirtschaft, zu der enge Verbindungen bestehen, ist dies in naher Zukunft die größte wirtschaftliche Herausforderung für die Europäische Union, was vom Europäischen Rat auf seiner Tagung in Lissabon im März dieses Jahres bestätigt wurde.

*Die Integration des Finanzdienstleistungsmarkts stellt neben der Schaffung einer Informationswirtschaft die größte wirtschaftliche Herausforderung für die Europäische Union dar*

In diesem ersten Bericht werden die derzeitige Situation und künftige Herausforderungen sowohl aus der Perspektive des Marktes als auch aus der Perspektive der Regulierungsbehörden dargelegt und vorläufige Lösungsmöglichkeiten zur Diskussion gestellt.

*Zweck des ersten Berichts*

Es muss so schnell wie möglich gehandelt werden. Jede Verzögerung bedeutet einen verspäteten Nutzen oder vielleicht die Gefahr des Nutzenentgangs. Jede Verzögerung bedeutet auch, dass die Fragmentierung des europäischen Finanzmarktes fortbesteht, unnötige Kosten anfallen und Europa seine wirtschaftliche Leistungsfähigkeit nicht optimal ausschöpft.

*Die Chancen müssen schnell genutzt werden*

## **KAPITEL I – VORTEILE EINES INTEGRIERTEN EUROPÄISCHEN FINANZMARKTS**

Der Ausschuss ist der Auffassung, dass die Europäische Union dann, wenn es ihr gelingt, rasch für eine Integration ihrer Finanzdienstleistungs- und Kapitalmärkte zu sorgen, daraus langfristig erhebliche Vorteile ziehen wird. Die folgende Übersicht fasst die wichtigsten Faktoren zusammen.

### **Erwartete Vorteile eines integrierten europäischen Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarkts**

- I. Effizienterer Kapitaleinsatz in der europäischen Wirtschaft durch**
  - effizientere, tiefere und breitere Wertpapiermärkte, auf denen Ersparnisse effizienter in Investitionen fließen können;
  - niedrigere Transaktionskosten und erhöhte Marktliquidität;
  - ein stärker diversifiziertes und innovativeres Finanzsystem;
  - mehr Möglichkeiten zur Risikobündelung.
  
- II. Bessere Vermittlung zwischen Sparguthaben und Investitionen durch**
  - stärkeren Wettbewerb zwischen Finanzmärkten und Finanzmittlern;
  - Größen- und Diversifikationsvorteile sowie höhere Effizienz;
  - stärkeren wirtschaftlichen Zusammenhalt.
  
- III. Eine gestärkte EU-Wirtschaft erhöht die Attraktivität der EU als Investitionsstandort**

*Erwartete Vorteile  
eines integrierten  
europäischen Finanz-  
dienstleistungs- und  
Kapitalmarkts*

Zusammengenommen dürften diese Vorteile breiten Kreisen europäischer Bürger, kleiner und mittlerer Unternehmen und Großunternehmen zugute kommen. Wie diese Vorteile konkret aussehen könnten, verdeutlichen die folgenden Beispiele:

#### **(i) Vorteile für die europäischen Bürger**

**Für den Normalanleger dürfte sich die Effektivrendite auf (direkt oder über einen Fonds) gehaltene Wertpapiere erhöhen.** Europäische Investmentfonds, Pensionsfonds und Bürger könnten freier als bisher EU-weit Anlagen tätigen. Den Fonds wird der Einsatz moderner

*Höhere Anlagerenditen  
für europäische Bürger*

Techniken zur Investmentverwaltung erleichtert. Darüber hinaus könnten sie aus dem diversifizierten Anlageangebot des gesamten europäischen Marktes wählen. Europäische Fonds könnten expandieren und so ihre Verwaltungskosten senken und die Nettoerträge für Anleger erhöhen. Ein US-Investmentfonds ist im Schnitt sechsmal größer als ein vergleichbarer europäischer Fonds; zusammengenommen ist die Kapitalausstattung aller US-amerikanischen Investmentfonds doppelt so hoch wie die der Fonds in der EU.

*Größere EU-Investmentfonds*

Zwischen 1984 und 1998 erzielten Pensionsfonds in den Vereinigten Staaten eine Effektivrendite von 10,5 % gegenüber 6,3 % in den EU-Mitgliedstaaten, in denen solche Fonds strengen Anlagebeschränkungen unterlagen. Integrierte europäische Märkte mit flexibleren Anlagevorschriften dürften deshalb auch die Schwelle zwischen Risiko und Rendite heraufsetzen. Höhere Renditen könnten ferner die Kosten von Alterssicherungssystemen senken, dadurch die Lohnkosten dämpfen und die Wettbewerbsfähigkeit steigern.

*Und verbesserte Performance*

**Nach Ansicht des Ausschusses muss mit allem Nachdruck darauf hingewiesen werden, dass ein integrierter europäischer Kapitalmarkt dem Bürger aufgrund der erhöhten effektiven Kapitalrendite erhebliche direkte Vorteile bringen wird.** Die folgenden Richtwerte zeigen warum.

Um Leistungen in Höhe von 35 % des letzten Gehalts zu erhalten, müsste ein Arbeitnehmer über 40 Arbeitsjahre lang folgende Pensionsbeiträge entrichten:

*Vorteile für den europäischen Bürger am Beispiel der Rente*

- 5 % des Verdienstes bei einer Effektivrendite der Pensionskasse von 6 %.
- 10 % des Verdienstes bei einer Rendite von 4 %.
- 20 % des Verdienstes bei einer Rendite von 2 %.

In Anbetracht der Tatsache, dass die Systeme der privaten Altersvorsorge bei der derzeitigen Bevölkerungsentwicklung in der EU künftig eine weitaus größere Rolle spielen werden als bisher, ist eine solche Renditensteigerung von besonders großer Bedeutung. Auch dürften effiziente europäische Kapitalmärkte die gesamtwirtschaftliche Leistungsfähigkeit erhöhen, dadurch das Wirtschaftswachstum ankurbeln, neue Arbeitsplätze schaffen und die Produktivität steigern.

*Effiziente europäische Kapitalmärkte könnten die gesamtwirtschaftliche Leistungsfähigkeit erhöhen und dadurch Beschäftigungsimpulse geben*

**Um diese Vorteile voll ausschöpfen zu können, müssen eine Anzahl von Bedingungen erfüllt werden. Zu den wichtigsten Voraussetzungen gehören:**

*Doch müssen dazu bestimmte Voraussetzungen erfüllt sein*

- ein effizienter, wettbewerbsfähiger, innovativer und angemessen regulierter EU-Finanzdienstleistungsmarkt;

- Finanzmittler sollten den Kunden sachkundig beraten und dabei den unterschiedlichen Bedürfnissen von professionellen und Privatanlegern Rechnung tragen. Sie sollten den Kunden umfassend über die mit verschiedenen Finanzprodukten einhergehenden Risiken aufklären und ihn präzise, sachdienlich und rechtzeitig über Kapitalmarktprodukte unterrichten (wozu auch Informationen über Unternehmen zählen), so dass ein angemessener Verbraucherschutz gewährleistet ist;
- rigorose Überwachung und Kontrolle von Verkaufstechniken, insbesondere in den expandierenden Marktsegmenten des Internet-/elektronischen Handels.

**Die Erfüllung dieser Voraussetzungen wird wesentlich zum Vertrauen der breiten Öffentlichkeit in die europäischen Finanzmärkte beitragen.**

*Das Vertrauen der Öffentlichkeit muss gewonnen werden*

## (ii) Vorteile für kleine und mittlere Unternehmen (KMU)

**Die Integration des Kapitalmarkts dürfte die Finanzierungsmöglichkeiten kleiner und mittlerer Unternehmen verbessern**, die in der EU die meisten Arbeitsplätze schaffen und das Rückgrat der europäischen Wirtschaft darstellen. In der EU gibt es nach wie vor kein ausreichendes Angebot an Risikokapital (ein Fünftel des Pro-Kopf-Wertes in den Vereinigten Staaten). Sollten sich die EU-Finanzmärkte jedoch erfolgreich integrieren lassen (und eine stärkere Bündelung von Liquidität, ein gemeinsamer Prospekt für die grenzüberschreitende Kapitalaufnahme, gemeinsame Zulassungsbestimmungen samt einheitlicher internationaler Rechnungslegungsstandards, usw. erreichen lassen), wird die Finanzierung von Wagniskapital von unten herauf gefördert. Diese Achse zwischen Wagniskapital und Unternehmen ist die Grundvoraussetzung für die Schaffung einer dynamischen europäischen Wirtschaft und die Gründung neuer Unternehmen, in die investiert werden kann. Dies bedeutet, dass die gesamte Finanzierungskette - vom Gründungskapital über den ersten Börsengang zur Kapitalaufnahme im Grosskundengeschäft - reibungslos funktionieren muss. Der europäische Kapitalmarkt wird nur so stark sein wie sein schwächstes Glied.

*Ein integrierter Kapitalmarkt kann die Palette von Finanzierungsinstrumenten für KMU erweitern und Anlegern einen Anreiz zur Bereitstellung von Wagniskapital geben*

Die Beratungen des Ausschusses haben gezeigt, dass die Auswirkungen eines integrierten europäischen Kapitalmarkts auf die Kursentwicklung von Aktien kleiner/mittlerer Kapitalgesellschaften sehr unterschiedlich eingeschätzt werden. Während einige die Auffassung vertraten, dass die Anleger sich scharenweise z.B. indexorientierten Werten zuwenden und dadurch die Liquidität zu Lasten kleinerer Aktien und zweitrangiger, lokaler Börsen auf Aktienspitzenwerte (blue chips) konzentrieren werden, waren andere davon überzeugt, dass die Anleger bei Integration der europäischen Märkte bestrebt sein werden, in ein breiteres Spektrum von Unternehmen, einschließlich KMU, zu investieren. Mit sich vertiefenden Liquiditätspools könnte sich die Liquiditätssituation für KMU in der Tat verbessern und für alle Unternehmen, die im Zuge der

*Könnte die Integration des Kapitalmarktes die Kursentwicklung von Aktien kleiner/mittlerer Kapitalgesellschaften beeinträchtigen?*

*Meinungen gehen auseinander*

Integration expandieren, von Nutzen sein. Anleger, so wird argumentiert, werden immer auf der Suche nach hochrentablen Anlagen sein, selbst wenn diese mit höheren Risiken verbunden sind. Ein Beispiel dafür sind die Vereinigten Staaten, wo sich neue, expandierende Unternehmen (z.B. auf dem NASDAQ-Markt) Kapital beschaffen konnten, weil viele institutionelle und Privatanleger eine Gelegenheit sahen, das zusätzliche Risiko durch die höheren Renditen, die mit kleinen, neu gegründeten Unternehmen erzielt werden können, auszugleichen. Natürlich könnten diese beiden gegenläufigen Trends auch gleichzeitig auftreten. Auf jeden Fall müssen die kleinen und mittleren Unternehmen selbst unter Beweis stellen, dass sie einen guten Wert darstellen.

*KMU müssen selber unter Beweis stellen, dass sie eine gute Anlage darstellen*

### (iii) Vorteile für Großunternehmen

Für europäische Großunternehmen sind die Kosten der Kapitalbeschaffung in der EU höher als in den Vereinigten Staaten, selbst für allererste Adressen. Dieser Nachteil ist auf die innerhalb der EU bestehende Komplexität der grenzüberschreitenden Kapitalaufnahme zurückzuführen: die in jedem Mitgliedstaat unterschiedlichen Vorschriften beeinträchtigen die Liquidität und eine effiziente Preisbildung, zusätzlich zu den ohnehin höheren Kapitalkosten fallen weiterhin unnötige Niederlassungskosten an. Im Verhältnis können diese Kosten umso höher sein, je kleiner das Unternehmen ist. Schlimmstenfalls können diese unnötigen, durch fehlende Integration bedingten Kosten das Unternehmen veranlassen, Europa den Rücken zu kehren und sich anderswo, in aller Regel in den Vereinigten Staaten niederzulassen, womit der europäischen Wirtschaft auf lange Sicht potentieller Schaden zugefügt würde. Am stärksten könnten davon Unternehmen mit langfristigen, innovativen Investitionsprojekten betroffen sein.

*Fragmentierte EU-Kapitalmärkte bedeuten höhere Kapitalbeschaffungskosten für Großunternehmen*

Auf einem integrierten Markt werden Großunternehmen weitaus mehr Möglichkeiten haben, sich Eigenkapital zu beschaffen sowie sich den Zugang zu einem wachsenden europäischen Markt für Euro-Industrieanleihen zu verschaffen, der ihnen die Verbriefung ihrer Verbindlichkeiten ermöglicht.

*Integration = mehr Möglichkeiten für die Verbriefung von Verbindlichkeiten/Industrieanleihen sowie für die Beschaffung von Eigenkapital*

### (iv) Förderung von Wettbewerb und Innovation

Einer der wichtigsten Aspekte bei der Schaffung eines integrierten Wertpapiermarktes ist die Förderung des Wettbewerbs und die Gewährleistung eines offenen, diskriminierungsfreien Marktzutritts. Auf einem integrierten und offenen europäischen Markt würden Wettbewerb und Innovation die Entstehung neuer Finanzprodukte und Finanzdienstleistungen fördern. Darüber hinaus würden sie die Kosten von Standardprodukten (wie Firmenkredite, Kreditkarten und

*Die Integration wird Wettbewerb und Innovation verstärken und so die Kosten von Standardfinanzprodukten senken*

Hypotheken oder private Aktiengeschäfte) senken, die sich im Laufe der Zeit auf einem niedrigeren Stand einpendeln dürften. Auf einem integrierten europäischen Markt würden auch die Transaktionskosten insgesamt sinken und die Marktpreismechanismen besser funktionieren. Die positiven Erfahrungen, die mit dem Grundsatz des offenen Marktzugangs im Telekommunikationssektor und in vielen anderen Bereichen der europäischen Wirtschaft gemacht wurden, deuten darauf hin, welche Vorteile die Nutzer von Finanzdienstleistungen aus der Schaffung eines wettbewerbsfähigen, integrierten Binnenmarktes ziehen können.

Dem Ausschuss gegenüber wurde die Auffassung vertreten, dass sich im grenzübergreifenden Wertpapierhandel in Europa durch rationellere und stärker integrierte Clearing- und Abrechnungssysteme rund 1 Mrd. Euro jährlich einsparen ließen. Die derzeitigen Systeme sind ganz offensichtlich nicht effizient, so dass ein Fortschritt in Richtung Kostensenkungen grenzüberschreitende Investitionen innerhalb der EU fördern und erheblich zur europäischen Marktintegration beitragen könnte. Dies muss in erster Linie von den Märkten selbst geregelt werden. Im öffentlichen Interesse sollten jedoch der offene und faire Zugang zu Clearing- und Abrechnungssystemen sowie die aufsichtsbehördlich überwachte Sicherheit gewährleistet werden.

*Großes Einsparungspotential bei Clearing und Abrechnung*

Mit zunehmender Integration der Märkte und wachsendem Wettbewerb wird es zwangsläufig zu einem Prozess der "kreativen Zerstörung" kommen. Rationalisierungen und Umstrukturierungen sind insbesondere bei Finanzmittlern und Banken zu erwarten, wenn sich die Effekte vervielfachen, die aus dem Wegfall von Finanzmittlern, der zunehmenden Konzentration und der Entstehung von Finanzkonglomeraten resultieren. Wie sich bei der Liberalisierung der Telekommunikationsmärkte in der EU gezeigt hat, dürften etwaige Negativentwicklungen durch neue Finanzmärkte, -produkte, -unternehmen und Arbeitsplätze ausgeglichen werden können, solange für die Stabilität des Systems gesorgt ist.

*Es wird einen Prozess der "kreativen Zerstörung" geben, der durch mehr Innovation wettgemacht werden dürfte*

#### (v) **Quantifizierung der Vorteile**

**Die reinen Vorteile lassen sich nicht ohne weiteres quantifizieren,** dürften aber eher groß sein. Neuere, grenzübergreifende Daten belegen, dass ein enger Zusammenhang zwischen Größe und Wachstum von Finanzmärkten einerseits und der Steigerung des gesamtwirtschaftlichen Wachstums andererseits besteht. Darüber hinaus scheint diese Steigerung nicht in erster Linie auf eine schnellere Kapitalbildung, sondern auf eine höhere Produktivität zurückzuführen zu sein. Dies belegen einige neuere wissenschaftliche Studien, auf die in Anhang 4 näher eingegangen wird.

*Zwar sind die Vorteile nicht exakt quantifizierbar, dürften aber eher groß sein*

## KAPITEL II – FINANZMARKTENTWICKLUNGEN IN DER EUROPÄISCHEN UNION

Der Ausschuss hat fünf, für alle Finanzmärkte geltende Trends ermittelt.

### **Trend 1: Beachtliche Zunahme von Wertpapierhandel und Aktiennachfrage**

Der europäische Unternehmenssektor ist seit jeher in höherem Maße von Bankkrediten abhängig als sein Pendant in den Vereinigten Staaten. Zu Beginn der 80er Jahre wurden über 80 % des Fremdfinanzierungsbedarfs kontinentaleuropäischer Unternehmen von Kreditinstituten gedeckt und gab es keinen europäischen Markt für kurzfristige Titel. Nun hat die Emission von Aktien und Industrieschuldverschreibungen das Bankdarlehen als Finanzierungsquelle abgelöst (siehe Tabelle 1). Doch sind diese Instrumente nach wie vor weniger entwickelt als in den Vereinigten Staaten.

Die höchsten Zuwachsraten verzeichnet bislang das Aktiengeschäft, wo das Handelsvolumen von 1995 bis 1999 um über 30 % jährlich zunahm. Ähnliche Fortschritte sind bei den festverzinslichen Wertpapieren zu verzeichnen, insbesondere bei der Ausgabe forderungsunterlegter (grundpfandrechlich gesicherter) Wertpapiere und der Verbriefung von Kreditforderungen durch Kreditinstitute. Auch das Segment für Industrieschuldverschreibungen legt (mit 58 % Zuwachs im Jahr 1999 gegenüber 18 % im Vorjahr) allmählich zu. 1999 verdoppelte sich aufgrund der höheren Absorptionsfähigkeit der Märkte auch die durchschnittliche Emissionshöhe von Industrieschuldverschreibungen.

*Die Geschäfte mit Aktien und festverzinslichen Wertpapieren nehmen in Europa zwar stark zu, liegen jedoch ihrem Umfang nach weit hinter den USA zurück*

Neuemissionen und Börsenneuzulassungen haben wesentlich zur Erhöhung der Börsenkapitalisierung in Europa beigetragen. 1999 lag die Kapitalisierung der 15 EU-Märkte bei 109 % des BIP (85 % für die 11 Länder des Euro-Währungsgebiets). Dies ist mit dem Gesamtwert von 181 % des BIP in den USA vergleichbar. Die Anzahl der an den Börsen der 15 Mitgliedstaaten notierten Unternehmen hat sich von 6401 im Jahre 1995 kontinuierlich auf 8111 im Jahre 1999 erhöht (den größten Anteil daran hatten die 11 Länder des Euro-Währungsgebiets mit einer Zunahme von 3475 auf 4416).

*Allmähliche Zunahme von Neuemissionen und Börsenneuzulassungen*

**Tabelle 1: Vergleichende Finanzdaten zum Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten (in % des BIP von 1999)**

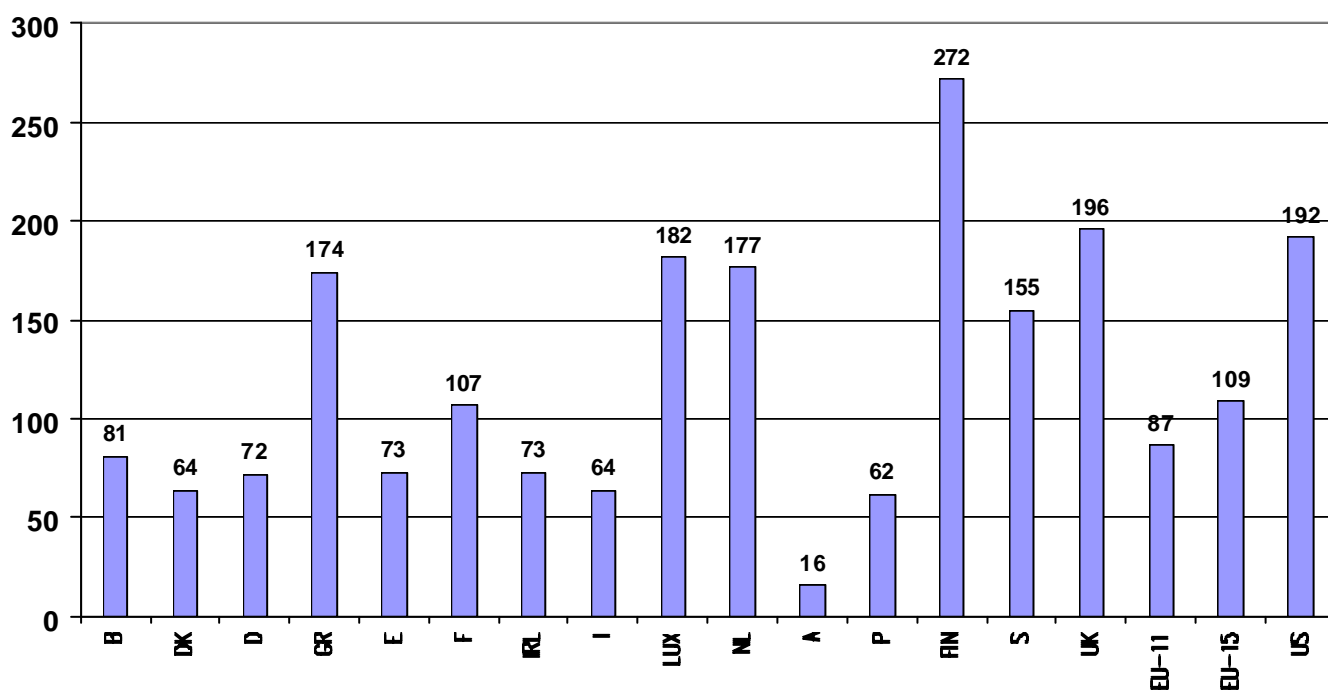
	<i>Euro-Währungsgebiet</i>	<i>Vereinigte Staaten</i>
Unternehmenskredite	45,2	12,4
Festverzinsliche Wertpapiere (nach Emittentengruppen):		166,2
		29,0
- Unternehmen	98,8	46,8
- Banken	7,4	48,4
- Staat	36,4	
Börsenkapitalisierung	90,2	179,8

Quelle: EZB-Monatsbericht Juli 2000

**Schaubild 1**

## BÖRSENKAPITALISIERUNG (ENDE 1999)

in % des BIP





Das Angebot an Neuemissionen kommt der gestiegenen Nachfrage der europäischen Anleger und Haushalte nach Wertpapieranlagen entgegen. Während diese Geschäfte in einigen Ländern traditionell von Banken vermittelt wurden, kristallisieren sich derzeit zwei zusätzliche Absatzwege heraus:

- **Privatanleger:** Es mehren sich die Anzeichen, dass in der EU allmählich eine Aktienkultur entsteht. In Deutschland kletterte die Zahl der Direktaktionäre 1999 um 25 % auf mehr als sechs Millionen. Im Vereinigten Königreich besitzt jeder dritte Erwachsene Aktien. Zur Zeit wickeln Privatanleger ihre Wertpapiergeschäfte noch immer über Finanzintermediäre ab. Doch scheinen Börsen und neue Handelssysteme in zunehmendem Maße daran interessiert, direkt mit dem Kunden in Verbindung zu treten. Die elektronische Abwicklung von Maklergeschäften hat darüber hinaus die Transaktionskosten gesenkt und in einigen Mitgliedstaaten zu einer rapiden Zunahme der Online-Brokerkonten geführt.
- **Institutionelle Anleger:** In Europa ist der Anteil der institutionellen Anleger am Aktienhandel noch nicht so groß wie in den Vereinigten Staaten. Schritte zur Lockerung der rechtlichen Beschränkungen für Anlagen betrieblicher Pensionskassen dürften jedoch die Präsenz europäischer Fonds im Aktien- und Investmentfondsgeschäft erhöhen. Auf dem Investmentfondsmarkt vollzieht sich derzeit bei den Portfolios ein Umschwung hin zum Aktiensegment, das gegenüber 1994 um 20 % zugelegt hat. 1999 betrug der durchschnittliche Anteil der Aktienwerte an den europäischen Investmentfonds jedoch nur 40 % gegenüber 60 % in den Vereinigten Staaten.

*Erste Anzeichen für eine Aktienkultur in der EU?*

*Auch institutionelle Anleger schwenken zunehmend auf Aktienmärkte um*

## **Trend 2: Europäisierung/Internationalisierung der Wertpapiermärkte**

Fonds und private Anleger beginnen, ihren Anlagehorizont allmählich auch auf andere europäische Länder auszudehnen. Der Anteil heimischer Aktienwerte im Portfolio offener Investmentfonds geht zurück, während Volumen und Anzahl der grenzübergreifenden Transaktionen zunehmen. Wertpapierhäuser sind Mitglieder mehrerer Börsen und haben ihre Klientel in mehreren Ländern. Börsen und neue Handelsplattformen konkurrieren über Grenzen hinweg um Order und hängen in zunehmendem Maße von konsolidierten Clearinghäusern/zentralen Gegenparteien ab.

*Zwar werden neue, gesamteuropäische Anlagestrategien festgelegt,*

Trotz dieser zunehmenden Verflechtung besteht auf den Primär- und Sekundärmärkten der EU noch immer ein starker Hang zu heimischen Werten, was zum Teil auf eine gewisse Trägheit der Anleger zurückzuführen

*doch ist nach wie vor ein starker Hang zu einheimischen Werten zu verzeichnen*

---

\* Von einem Team aus IWF-Mitarbeitern unter der Leitung von Donald J. Mathieson und Gary J. Schinasi im September 2000 vorgelegtes Papier mit dem Titel: **Internationale Kapitalmärkte: Entwicklungen, Aussichten und politische Schlüsselfragen.**

ist. Fest steht aber auch, dass grenzübergreifende Emissionen, Käufe und Verkäufe sowie Abrechnungen durch zahlreiche noch ungelöste rechtliche und technische Schwierigkeiten behindert werden.

Auch die Globalisierung wirkt sich in vielerlei Hinsicht auf die europäischen Wertpapiermärkte aus. Es gibt heute weitaus mehr Verflechtungen zwischen Ländern, Märkten und Marktteilnehmern. Obgleich auf dem Wertpapierdienstleistungsmarkt seit langem ein harter internationaler Wettbewerb herrscht, werden Hindernisse für den internationalen Wettbewerb bei Handel und Abwicklung erst seit kurzem beseitigt. Dienstleistungen im Wertpapierhandel sind heute ein Geschäft wie jedes andere. Diese Dienstleistungen müssen an zahlreichen einflussreichen Finanzplätzen mit zunehmend global integriertem 24-Stunden-Handel im internationalen Wettbewerb bestehen. Auch Handelssysteme aus Drittländern dürften demnächst in diesen Wettbewerb auf dem europäischen Markt eintreten. Um wettbewerbsfähig zu bleiben, wird die europäische Wertpapierbranche auf diese Entwicklungen reagieren müssen.

*Internationaler Wettbewerb nimmt mit zunehmender Globalisierung der Wertpapiermärkte zu*

Der europäische Markt steht zu Recht Unternehmen aus Drittländern offen. Ebenso sollten europäische Firmen, Dienstleister und Produkte auch in Drittländern am Wettbewerb teilnehmen können. Dazu müssten Marktzutrittsschranken oder rechtliche Hindernisse für europäische Finanzdienstleistungsanbieter beseitigt werden, von denen es nach wie vor viel zu viele gibt, vor allem in den Vereinigten Staaten.

*Internationale Handelsschranken für Unternehmen aus der EU müssen fallen*

### **Trend 3: Wettbewerb und Zusammenarbeit zwischen Börsen und Handelssystemen**

Die Börsen - traditionell als nationale Monopole organisiert und geführt - konkurrieren nun untereinander und mit neuen Wettbewerbern um Order. Technische Fortschritte haben die Kosten des Marktzutritts gesenkt und ermöglichen virtuellen Handelsplätzen die Abdeckung großer geographischer Gebiete. Der Wettbewerb zwischen Handelsplattformen lässt auf Effizienzsteigerungen bei der Bearbeitung und Abwicklung von Geschäften hoffen.

*Erhebliche Veränderungen auf den europäischen Aktienmärkten*

Einige Börsen und neue Marktteilnehmer versuchen, durch gezieltes Wachstum ihre Tätigkeit auf ganz Europa auszudehnen, andere streben dagegen weitreichende Allianzen oder vollständige Fusionen an.

*Rasche Zunahme von Fusionen und Allianzen*

Der technische Fortschritt hat auch effizientere Handelssysteme und eine neue Kategorie von Handelssystemen hervorgebracht, die kein reales Börsenparkett benötigen.

*Viele europäische Börsen im technologischen Umbruch*

In den Vereinigten Staaten konkurrieren alternative Handelssysteme unmittelbar mit den großen Börsen und haben bereits rund 30 % des NASDAQ-Handelsvolumens und 5 % des NYSE-Handelsvolumens übernommen. In Europa erbringen alternative Handelssysteme spezialisierte Mittlerdienste für professionelle Marktteilnehmer, die den Börsenhandel eher ergänzen als ersetzen. In Europa gibt es bereits über 20 alternative Handelssysteme, größtenteils im Vereinigten Königreich und in

*Neue Konkurrenz in Form von über 20 alternativen Handelssystemen in der EU*

Deutschland. Diese könnten sich zu einer starken Kraft in der europäischen Wertpapierlandschaft entwickeln.

Darüber hinaus ebnen diese neuen Plattformen den Weg für den geregelten Handel mit festverzinslichen Wertpapieren und einigen Derivaten, die bislang bilateral im Freiverkehr gehandelt wurden. Diese neuen Handelsformen könnten - soweit sie einem breiten Anlegerpublikum zugänglich sind - einige mit den Aktienmärkten vergleichbare regulatorische und aufsichtliche Herausforderungen mit sich bringen.

*Auswirkungen auch auf die Märkte für festverzinsliche Wertpapiere und Derivate*

#### **Trend 4: Zunehmender Konsolidierungsdruck bei Clearing und Abrechnung**

Um die Infrastruktur für den Wertpapierhandel effizienter zu gestalten, müssen Clearing und Abrechnung verbessert werden - ein Bereich, in dem die amerikanischen Märkte weitaus leistungsfähiger sind als die europäischen, und der ein erhebliches Hindernis für reibungslose grenzübergreifende Transaktionen darstellt. Einigen Branchenvertretern zufolge liegen die in Europa für grenzübergreifende Transaktionen erhobenen Abrechnungsgebühren ein Zehnfaches über denen des zentralen amerikanischen DTCC-Systems (Depository Trust & Clearing Corporation). Bezieht man darüber hinaus noch das Clearing/zentrale Gegenpartei ein, klafft die Lücke noch weiter auseinander. Dem Ausschuss gegenüber wurde die Auffassung vertreten, dass sich durch ein einheitliches europäisches Abrechnungssystem jährlich bis zu 1 Mrd. Euro der derzeit für die Abrechnung grenzübergreifender Transaktionen anfallenden Ausgaben einsparen ließen.

*Um Kosten zu senken, sind erhebliche Verbesserungen bei Clearing und Abrechnung erforderlich*

Die Beiträge an den Ausschuss haben auch gezeigt, wie weit die Auffassungen über die optimale Struktur eines europäischen Clearing- und Abrechnungssystems auseinandergehen.

Einige Marktteilnehmer und Leiter von Clearing- und Abrechnungsstellen haben sich eindeutig für eine Konsolidierung nach funktionalen Vorgaben ausgesprochen (horizontales Modell). Ihrer Ansicht nach könnte multilaterales "Netting" über eine zentrale europäische Gegenpartei das Adressenausfallrisiko minimieren und die Voraussetzungen dafür schaffen, die Rentabilität des eingesetzten Kapitals zu maximieren und Kostenvorteile auszuschöpfen.

*Horizontale oder vertikale Integration?*

Der Ausschuss ist sich noch nicht darüber im klaren, ob eine vollständige Integration der Wertpapiersammelbanken erforderlich ist oder technische Verbindungen zwischen den vorhandenen Stellen ausreichen. Für die technische Verknüpfung/Integration stark fragmentierter Wertpapierabrechnungssysteme stellt auch hier die Technik den Schlüssel dar. Die Verwaltung sämtlicher bilateraler Verbindungen (die sich bei den 26 derzeit in der EU bestehenden Abrechnungssystemen auf bis zu 650 belaufen

*Eine zentrale europäische Gegenpartei wie in den USA oder Verknüpfung der bestehenden Stellen?*

könnten), wird allgemein als äußerst schwierig und als mögliches operationelles Risiko - einige sprechen sogar von Systemrisiko - angesehen. In diesem Zusammenhang wird häufig die Forderung nach einem übergeordneten Clearing- oder Abrechnungssystem erhoben, das (nach dem Vorbild der Vereinigten Staaten, wo das DTCC sich im Besitz der Marktteilnehmer befindet) den Charakter eines *Versorgungsunternehmens* haben soll. In mehreren Mitgliedstaaten sind Handel, Clearing und Abrechnung vertikal voneinander abgeschottet.

*Eine Art "Versorgungsunternehmen" zur Verringerung von Kosten (und Systemrisiken)?*

Bei seinen Arbeiten stellte der Ausschuss immer wieder fest, wie wichtig ein offener und fairer Zugang zu Clearing- und Abrechnungssystemen für die Förderung von Wettbewerb und Marktintegration ist. Die Alternative wäre ein auf gebündelten Dienstleistungen basierender Wettbewerb zwischen den Finanzplätzen - und damit verbunden das Risiko von weniger Wettbewerb auf den einzelnen Transaktionsstufen.

### **Trend 5: Zunehmende Volatilität von Finanzanlagen**

Der Ausschuss hat festgestellt, dass die Volatilität der Aktienkurse in jüngster Zeit weltweit drastisch zugenommen hat, insbesondere auf dem "neuen Markt". Auch die Indizes verzeichnen eine erhöhte Volatilität, am stärksten ist dieser Trend allerdings bei einzelnen Kursen.

*Deutlicher Trend zu verstärkter Volatilität von Finanzanlagen*

Diese Entwicklungen mögen sich als temporär erweisen und lediglich die Unsicherheit hinsichtlich aktueller Unternehmensperspektiven oder die Schwierigkeit der Beurteilung von Arbeit und Zukunftsaussichten der "New Economy" widerspiegeln. Doch könnten sie ebenso gut Ausdruck längerfristiger Kräfte unserer globalisierten Wirtschaft sein. So, wie einige Unternehmen auf den Markt kommen werden, werden andere verschwinden müssen. Durch die weltweite Integration der Finanzmärkte und die leistungsfähige Kommunikations- und Informationstechnik werden Nachrichten über Kursveränderungen augenblicklich über Grenzen hinweg verbreitet. Über die außerbörslichen Derivatmärkte (die - wie ein kürzlich veröffentlichtes IWF-Papier\* zeigt - selbst Instabilität verursachen können) können von einem bestimmten Markt ausgehende Kursbewegungen darüber hinaus über Grenzen hinweg auf das gesamte Finanzanlagespektrum übertragen werden.

*Ist diese Volatilität temporär oder von Dauer?*

### **Zusammenfassung**

Alle genannten Trends wirken sich erheblich auf die europäischen Wertpapiermärkte aus und werden dies aufgrund anhaltender Dynamik auch weiter tun. Für die europäischen Rechtsetzungsinstanzen und den Prozess der europäischen Regulierung ist dies von grundlegender Bedeutung.

## KAPITEL III – DIE HAUPTMÄNGEL DER DERZEITIGEN EUROPÄISCHEN REGULIERUNG

### DER REGULIERUNGSRAHMEN DER EU .....

Unter den derzeitigen Rechtsrahmen der EU für Wertpapiere fallen die gegenseitige Anerkennung der Wertpapierprospekte, öffentliche Emissionsprospekte, Investmentfirmen, Anlegerausgleichsregelungen, geregelte Märkte, Insider-Geschäfte, harmonisierte Anlagevorschriften für OGAW (Investmentfonds) und einige gesellschaftsrechtliche Bestimmungen. Er basiert auf der Mindestharmonisierung und der gegenseitigen Anerkennung. Es gibt kein einheitliches Aufsichtsmodell, und die Zusammenarbeit zwischen den Regulierungsstellen für Wertpapiere bei grenzübergreifenden Praktiken und beim grenzübergreifenden Handel ist nur unvollständig geregelt. Die Nachprüfungsbefugnisse der einzelstaatlichen Behörden und Sanktionen sind nicht auf Gemeinschaftsebene festgelegt.

*Der Regelungsrahmen der EU für Wertpapiere ist zur Zeit beschränkt; er basiert auf der Mindestharmonisierung und der gegenseitigen Anerkennung.*

Die derzeitige Strategie hat jedoch begonnen, früher geschlossene nationale Märkte zu öffnen. Die Zahlen zeigen beispielsweise, dass eine Vielzahl von Wertpapierfirmen von dem auf der Grundlage der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ausgestellten europäischen Pass und der Möglichkeit, grenzübergreifend Dienstleistungen zu erbringen, profitiert hat. (Zahlen über die Marktanteile dieser Unternehmen liegen allerdings nicht vor.) Nur wenige Firmen haben dagegen die Möglichkeit genutzt, Zweigstellen in anderen Mitgliedstaaten zu errichten.

### ..... IST NICHT AUSREICHEND

Die Ergebnisse der von diesem Ausschuss durchgeführten Anhörungen sowie die Antworten auf den Fragebogen zeigen, dass **sehr viel mehr getan werden muss, damit ein echter Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen entsteht**. Die Mehrheit der interessierten Teilnehmer teilt die Auffassung, wonach die Umsetzung und die Durchführung der EU-Richtlinien unzufriedenstellend ist und die Entwicklung eines grenzübergreifenden Wertpapiergeschäfts behindert. Bei den Arbeiten und den Anhörungen des Ausschusses kamen die nachfolgenden Fragen, die die Errichtung eines integrierten Marktes ganz besonders beeinträchtigen, wiederholt zur Sprache:

*Für die Verwirklichung eines echten Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen muss sehr viel mehr getan werden.*

(i) **Emittenten** haben weiterhin zahlreiche praktische Schwierigkeiten zu überwinden, z. B.:

- Der **EU-Pass für Emittenten** ist immer noch keine Realität. Firmen, die in anderen Hoheitsgebieten Kapital aufnehmen wollen, müssen unterschiedliche bzw. zusätzliche Vorschriften einhalten, um die Zustimmung der örtlichen Aufsichtsbehörden zu erhalten. Es gibt nicht

*Der EU-Pass für Emittenten ist keine Realität.*

einmal eine vereinbarte Begriffsbestimmung eines öffentlichen Wertpapierangebots, mit dem Ergebnis, dass das gleiche Geschäft in einigen Mitgliedstaaten, jedoch nicht in allen, als private Anlage eingestuft wird. Das derzeitige System verhindert, dass Firmen europaweit Kapital aufnehmen und damit einen echten Zugang zu einem umfassenden, flüssigen und integrierten Finanzmarkt.

- **Die Vorschriften über die Offenlegung preisempfindlicher und einschlägiger Markt- und Unternehmensinformationen** sind in den einzelnen Mitgliedstaaten sehr unterschiedlich. **Die Vorschriften über die Rechnungslegung sind noch nicht harmonisiert.** Mehr Informationen über EU-Unternehmen erhält man häufig in den USA als in Europa. *Die Vorschriften über die Offenlegung und sonstige Informationsanforderungen sind sehr unterschiedlich.*
  
- (ii) **Für Anleger** bestehen weiterhin beispielsweise folgende Mängel:
  - Für **professionelle Anleger** gelten häufig verschiedene Arten von Wohlverhaltensregeln. Es gibt nach wie vor keine rechtlich vereinbarte Definition des professionellen Anlegers, obwohl hier in letzter Zeit Fortschritte erzielt wurden. *Es gibt weiterhin zahlreiche Vorschriften für Anleger ...*
  - **Kleinanleger** müssen **unterschiedliche Verbrauchervorschriften** mit unterschiedlichen Verbraucherschutzniveaus einhalten. *unterschiedliche Verbrauchervorschriften*
  - Es gibt keine vereinbarte Definition der **Marktmanipulation**
  - Ein wirksames Funktionieren des grenzübergreifenden Clearings und der grenzübergreifenden Abwicklung wird weiterhin durch rechtliche Unterschiede bei der **Behandlung von Sicherheiten** behindert. *und keine grenzübergreifenden Vorschriften für Sicherheiten.*
  
- (iii) **Märkte und Handelssysteme**
  - Für **geordnete Märkte und Handelssysteme** gibt es **keinen europäischen Pass** (d. h. Dienstleistungen können nicht unmittelbar grenzübergreifend erbracht werden.) *Kein europäischer Pass für geordnete Märkte.*
  - **Der Freiverkehr** befindet sich weitgehend außerhalb des Anwendungsbereichs der EU-Richtlinien, wobei Freiverkehrsgeschäfte beispielsweise in einigen Hoheitsgebieten zu melden sind, in anderen dagegen nicht. *Die EU-Richtlinien gelten nicht für den Freiverkehr.*
  
- (iv) **Investmentfirmen** verfügen jetzt über einen europäischen Pass, haben jedoch in den einzelnen Mitgliedstaaten verschiedene Verpflichtungen, da die die Hauptdienstleistungen erbringenden Firmen, d.h. E-Broker, *Den Investmentfirmen werden unterschiedliche Verpflichtungen auferlegt.*

Broker/Händler, Portfolio-Verwalter und Emissionshäuser, in den Mitgliedstaaten völlig unterschiedlichen Aufsichtsvorschriften unterliegen.

- (v) Die **Vielzahl der Aufsichtsbehörden** für Wertpapiere in den Mitgliedstaaten führt unweigerlich zu Kosten und Verwirrungen unter den Marktteilnehmern. In der EU gibt es rund 40 Regulierungsstellen - viel zu viele für ein effizientes System.
- An oberster Stelle einer Multiplikation der Regulierungsbehörden.*

### **EINE ERSTE INITIATIVE: DIE SCHAFFUNG DES "FORUM OF EUROPEAN SECURITIES COMMISSIONS (FESCO)"**

Das FESCO wurde 1997 von der offiziellen Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) gegründet. Es versucht Standards auszuarbeiten, die den mit den EU-Richtlinien geschaffenen Rechtsrahmen ergänzen sollen. Vom FESCO ausgearbeitete Dokumente zu spezifischen Fragen enthalten hilfreiche Analysen der von den nationalen Regulierungsbehörden angetroffenen Schwierigkeiten und sehen Lösungen vor.

*Das FESCO hilft bei der Ausarbeitung von Standards*

Die FESCO-Mitglieder haben sich außerdem auf mehrseitige "Memoranda of Understanding" geeinigt, um allgemeine Rahmenvorschriften für die Zusammenarbeit und Kommunikation untereinander zu schaffen. Die Vereinbarungen sehen die gegenseitige Unterstützung zwischen den Parteien vor.

*und es werden "Memoranda of Understanding" ausgetauscht.*

So nützlich seine Arbeiten auch sein mögen, hat das FESCO jedoch verschiedene Nachteile auszugleichen: es hat keinen offiziellen Status, arbeitet auf Konsensbasis und seine Empfehlungen sind nicht verbindlich. Außerdem hängt die tatsächliche Durchführung der Entscheidungen in den Mitgliedstaaten von den Regulierungsbefugnissen ab, die den Regulierungsbehörden intern jeweils eingeräumt wurden und die sehr unterschiedlich sind.

*Das FESCO hat jedoch auch Nachteile ...*

### **EINE ZWEITE INITIATIVE: DER AKTIONSPLAN FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGEN DER EUROPÄISCHEN KOMMISSION (FINANCIAL SERVICES ACTION PLAN ("FSAP"))**

Der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen ist die Antwort der Kommission zur Verbesserung des Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen. Der 1999 nach einer Mitteilung der Kommission und Konsultationen mit allen interessierten Parteien angenommene Aktionsplan für Finanzdienstleistungen enthält ein Verzeichnis von 42 Maßnahmen, die auf der Basis von 4 strategischen Zielen umzusetzen sind (Privatkundenmärkte, Firmenkundenmärkte, Aufsichtsvorschriften und Überwachung und umfassendere Voraussetzungen für einen optimalen Finanzbinnenmarkt). Der Aktionsplan soll als Leitprogramm für rasche Fortschritte auf dem Weg zum

*Der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen der Europäischen Kommission ist der Entwurf für einen integrierten Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarkt*

Finanzbinnenmarkt dienen. Die meisten genannten Punkte werden vom Aktionsplan für Finanzdienstleistungen abgedeckt, zwischen den einzelnen Maßnahmen müssen jedoch Prioritäten gesetzt werden.

Einige der im Aktionsplan genannten Punkte sind auch Teil des Aktionsplans für Risikokapital, der nach Aussage des Europäischen Rates in Lissabon bis 2003 verabschiedet werden soll (z.B. Prospekte, Rechnungslegung usw.).

Der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen wurde auf dem Europäischen Rat von Lissabon im März 2000 angenommen, und als Frist für die Umsetzung wurde spätestens das Jahr 2005 festgesetzt. Einige der im Aktionsplan genannten Maßnahmen sind bereits verabschiedet worden. Neue Vorschläge der Kommission folgen dem Rechtsetzungsverfahren, und weitere sollen in den kommenden Monaten vorgelegt werden. Die Kommission überwacht die Umsetzung des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen regelmäßig und legt dem Rat Wirtschaft und Finanzen alle sechs Monate Tätigkeitsberichte vor.

*und wurde auf dem Europäischen Rat von Lissabon angenommen, wobei als Frist für die Verabschiedung 2005 festgesetzt wurde.*

### **DIE HAUPTSCHWIERIGKEIT: DAS FUNKTIONIEREN DES INSTITUTIONELLEN RAHMENS**

Die Marktteilnehmer teilen die Auffassung, wonach der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen die richtige Antwort auf die genannten Probleme darstellt, die meisten fürchten jedoch, dass er nicht mit der nötigen Dringlichkeit umgesetzt wird. Wenn die Europäische Union die Vorteile eines integrierten europäischen Kapitalmarkts nutzen soll, muss sie über ein Regulierungssystem verfügen, das effizienter und flexibler arbeitet und umfassender ist.

*Das Regulierungssystem arbeitet jedoch nicht effizient genug.*

Die Funktionsweise des derzeitigen Systems erfüllt nicht die genannten Kriterien:

- **Das Verfahren zur Annahme von Rechtsvorschriften dauert häufig zu lange.** Selbst wenn keine politischen Probleme auftauchen, sind durchschnittlich drei Jahre für eine Einigung über eine Verordnung oder eine Richtlinie erforderlich. Ein solcher zeitlicher Rahmen ist nicht akzeptabel, wenn die Rechtsvorschriften eine geeignete Reaktion auf sich schnell ändernde Bedingungen darstellen sollen. Über zwei Jahre nach ihrem Vorschlag durch die Kommission sind beispielsweise die OGAW-Vorschläge immer noch nicht verabschiedet. In den schlimmsten Fällen gibt es noch größere Verzögerungen, z.B. über elf Jahre bei der Übernahmerichtlinie die immer noch nicht verabschiedet ist. Beispiele (außerhalb des Bereichs der Finanzdienstleistungen) zeigen jedoch, dass einige Vorschläge auf europäischer Ebene schnell verabschiedet und umgesetzt werden können (in einigen Extremfällen erfolgte die Verabschiedung in weniger als acht Monaten), wenn der politische Wille dafür da ist.

*Das Regulierungssystem der EU arbeitet zu langsam.*



- Die Suche nach einem politischen Konsens führt zuweilen zur Verabschiedung **zweideutiger Texte** bzw. von Texten mit einem so geringen Harmonisierungsgrad, dass keine echte Integration erreicht wird. Ein Beispiel ist Artikel 11 der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie, in dem nicht ausreichend klargestellt wird, welche Wohlverhaltensregeln auf das Firmenkundengeschäft angewandt werden sollen. Die gleichen Bestimmungen werden von den Mitgliedstaaten häufig unterschiedlich ausgelegt und angewandt. Ohne rechtliche Klarheit können keine wirksamen Verabschiedungsmechanismen anschließend eine äquivalente Umsetzung gewährleisten. *Die Gemeinschaftstexte sind zuweilen zweideutig.*
  
- Auch beim **Umsetzungsverfahren** in den Mitgliedstaaten **treten zu häufig Verzögerungen auf**. Aufgrund von Zweideutigkeiten in bestimmten Gemeinschaftstexten, fehlenden Möglichkeiten bei der Kommission und einer geringen Anzahl von Beschwerden wurden den Mitgliedstaaten jedoch nur wenig Verstöße vorgeworfen. *Den Mitgliedstaaten wurden wenig Verstöße vorgeworfen.*
  
- **Einige wichtige Fragen sind auf EU-Ebene immer noch nicht in geeigneter Weise durch Vorschriften geregelt** (z.B. Pensionsfonds, internationale Rechnungslegungsstandards, das Europäische Unternehmensstatut ...), während andere Texte eindeutig überholt sind und nicht geändert werden. Zur Veranschaulichung sei darauf hingewiesen, dass über zwanzig Jahre seit der Verabschiedung der Texte über Prospekte und die Anforderungen für die Börsenzulassung vergangen sind. Der Grund hierfür ist z.T. die akute politische Sensibilität einiger Fragen. *Einige empfindliche Bereiche sind überhaupt nicht abgedeckt.*
  
- Es gibt **keinen schnellen Mechanismus, um die Gemeinschaftsrichtlinien** an die neuen Marktentwicklungen **anzupassen**. *Es gibt kein schnelles Aktualisierungssystem für die Regulierung.*
  
- Die bestehenden **Verpflichtungen zur Zusammenarbeit sowie die Melde- und Informationsweitergabeverfahren sind nicht ausreichend** und führen nicht zu einer genügenden Vorhersehbarkeit bei den Umsetzungsmechanismen (eine Schlüsselfrage für alle Finanzakteure). *Unzureichende Verpflichtungen zur Zusammenarbeit.*

In Kürze ist zum Funktionieren des derzeitigen Systems festzustellen:

- Es ist zu langsam,
  - zu starr,
  - enthält zu viele Zweideutigkeiten, die zu einer uneinheitlichen Umsetzung führen, und
  - es stützt sich übermäßig auf das Primärrecht bei der Festlegung
- Schlussfolgerungen zum derzeitigen Regulierungssystem.*

detaillierter Vorschriften.

Es sind dringend Maßnahmen erforderlich. Der Ausschuss ist deshalb davon überzeugt, dass kurzfristig eine Lösung im Rahmen der bestehenden Vertragsbestimmungen gefunden werden muss.

*Eine kurzfristige Lösung muss auf der Grundlage bestehender Vertragsbestimmungen gefunden werden.*

## WEITERE GROSSE HINDERNISSE

Selbst wenn der Regulierungsrahmen der EU bei Wertpapieren ein vollständiger Erfolg war, bestehen noch eine Reihe weiterer Hindernisse, die überwunden werden müssen, damit ein vollständig integrierter europäischer Finanzdienstleistungsmarkt entsteht. Die genannten Hindernisse fallen nicht in den Aufgabenbereich des Ausschusses, der Ausschuss möchte jedoch auf die Bedeutung folgender Punkte hinweisen:

*Es gibt jedoch eine Reihe weiterer bedeutender Hindernisse,*

- **Unterschiede in den Rechtssystemen der Mitgliedstaaten**, die erhebliche Auswirkungen auf den Wertpapierbereich haben (z.B. Konkursregelungen, Sanktions- oder Gerichtsstandsregelungen, die alle mögliche Hindernisse für den grenzüberschreitenden Handel darstellen).
- **Die Vielzahl der im Bereich der Wertpapiere geltenden Rechtsvorschriften** führt zu Unsicherheit und erhöht die Kosten der grenzübergreifenden Dienstleistungen ganz erheblich. Insbesondere kompliziert dies die Aufgaben kleinerer Unternehmen, die nicht genügend Mittel haben, um eine solche Komplexität zu bewältigen.
- **Unterschiedliche Besteuerungen**, die ein wesentliches Hindernis darstellen, das aus nicht wirtschaftlichen Gründen zu Verzerrungen der Handelsströme führt.
- **Kulturelle Unterschiede** (wie die Einstellung zur Unternehmensverfassung und zum Anlegerschutz) sind weitere Faktoren, die den Aufbau eines integrierten Finanzmarkts der EU behindern.

*wie unterschiedliche Rechtssysteme der Mitgliedstaaten.*

*Die Vielzahl von Rechtsvorschriften führt zu Unsicherheit und zusätzlichen Kosten.*

*Unterschiedliche Besteuerungen*

*Kulturelle Schranken spielen ebenfalls eine Rolle*

## KAPITEL IV – VORLÄUFIGE SCHLUSSFOLGERUNGEN

Der Ausschuss vertritt die Auffassung, dass aufgrund des hohen Tempos der Veränderungen auf den Finanzmärkten, der Vorteile, die umfangreichen europäischen Ersparnisse wirksam in den Unternehmenssektor zu leiten und der erforderlichen Neuausrichtung des europäischen Regulierungssystems, um diesen im Aktionsplan für Finanzdienstleistungen der Europäischen Kommission aufgezeigten neuen Herausforderungen zu entsprechen, ein umfassendes und koordiniertes Reformprogramm erforderlich ist. Die ersten Stellungnahmen des Ausschusses zu einer Reihe von wichtigen Fragen werden nachstehend erläutert.

*Erste Berichte ergeben, dass Veränderungen nötig sind.*

### WIRTSCHAFTLICHE VORTEILE

Wenn es der Europäischen Union gelingt, ihre Finanz- und Kapitalmärkte in naher Zukunft zu integrieren, so wird dies die europäische Wirtschaft stärken und langfristig sowohl das Wirtschaftswachstum als auch die Arbeitsplatzschaffung verbessern. Um dies deutlich zu machen, **wird der Kommission nahegelegt, sich zur Aufstellung einer umfassenden Reihe von globalen und einzelnen Indikatoren zu verpflichten, mit denen auf die Fortschritte auf dem Weg zu einem integrierten europäischen Finanzmarkt, einschließlich genauerer Messungen der gesamten makro- und mikroökonomischen Vorteile, Bezug genommen wird.** Die Ergebnisse sollten umfassend veröffentlicht werden. Wenn möglich, sollten erste Ergebnisse bis zum Sommer 2001 zur Verfügung gestellt werden.

*Wirtschaftliche Vorteile*

### HANDELSFRAGEN

Bei integrierten europäischen Finanzmärkten ist ein gegenseitiger und offener Zugang zu den Finanzmärkten der größten Handelspartner der EU wesentlich, um für Finanzdienstleistungen bzw. Unternehmen der EU international gleiche Wettbewerbsbedingungen zu schaffen. Markteintrittsschranken fallen jedoch in zahlreichen Nicht-EU-Ländern auf, einschließlich einiger bedeutender in den Vereinigten Staaten. **In Zusammenarbeit mit den Mitgliedstaaten sollte die Europäische Kommission ein umfassendes Verzeichnis dieser externen Handelsschranken aufstellen, die in der nächsten WTO-Handelsrunde, wenn nicht schon vorher, beseitigt werden sollten.**

*Beseitigung der Handelsschranken in der nächsten Handelsrunde*

### MARKTVOLATILITÄT

In einem Umfeld, in dem die Volatilität möglicherweise zunimmt, sollten die Regulierungsstellen der Notwendigkeit verstärkte Aufmerksamkeit schenken, dass Intermediäre und sonstige Personen, die den Verkauf von

Anlageprodukten fördern, den Anlegern, insbesondere den Kleinanlegern, zuverlässige und klare Informationen liefern, so dass diese informiert Anlageentscheidungen bei vollständiger Kenntnis der Risiken treffen können.

Eine verstärkte Schwankungsanfälligkeit der Preise der Vermögenswerte hat möglicherweise auch Risiken der systembedingten Stabilität zur Folge. Es ist nicht Aufgabe dieses Ausschusses, solche Risiken zu bewerten und noch weniger, Empfehlungen dafür abzugeben, wie mit ihnen umzugehen ist. Angesichts der zunehmenden Verflechtungen zwischen allen Teilen der Wertpapiermärkte und der breiten Skala der Finanzintermediäre ist der Ausschuss jedoch der Ansicht, dass die Regulierungsstellen für Finanzmärkte und diejenigen, die die Einzel- und Gesamtaufsicht durchführen, dringend strukturiert auf europäischer Ebene zusammenarbeiten müssen. Das einwandfreie Funktionieren der Wertpapier-Clearing- und Abwicklungssysteme sowie das der WTO-Derivatmärkte sollte ein gemeinsames Anliegen sein. **Es wird dem Rat anheim gestellt, den Wirtschafts- und Finanzausschuss um eine Prüfung einiger dieser Aufsichtsfragen zu bitten.**

*Marktvolatilität und mögliche Risiken für die systembedingte Stabilität müssen besonders beachtet werden.*

#### **DER AKTIONSPLAN FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGEN ("FINANCIAL SERVICES ACTION PLAN"/ FSAP)**

Der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen der Europäischen Kommission wird weitgehend als der Rahmen angesehen, in dem die Schlüsselemente für die Schaffung eines integrierten europäischen Finanzdienstleistungsmarktes festgelegt sind. Dieser Plan wurde von den Staats- und Regierungschefs auf dem Europäischen Rat von Lissabon im März 2000 in jeder Hinsicht unterstützt und wird weitgehend von den Mitgliedstaaten, den Marktteilnehmern und den nationalen Regulierungsbehörden getragen. Auf dem Europäischen Rat von Lissabon wurde auch ein Termin für die Umsetzung des Aktionsplans genannt, und zwar das Jahr 2005. Dieser Plan muss fristgerecht umgesetzt werden. Nach Auffassung des Ausschusses ist die Umsetzung bis zum Jahr 2005 aber zu spät.

*Fristgerechte Umsetzung des FSAP von großer Bedeutung*

**Der Ausschuss schlägt deshalb vor, dass weitere politische Anstrengungen unternommen werden sollten, um den Aktionsplan bis zum Jahr 2004 abzuschließen. Auch könnte es politische Zusagen geben, um die Arbeiten für eine kleine Zahl prioritärer Themen zu beschleunigen, einige sogar bis Ende 2003. Einige Maßnahmen sind nämlich Bestandteil des Risikokapital-Aktionsplans der EU, dessen Umsetzungsfrist auf dem Europäischen Rat von Lissabon auf das Jahr 2003 festgelegt wurde. Diese neuen Termine und Schlüsselprioritäten könnten sobald wie möglich durch politische Zusagen auf höchster Ebene untermauert werden. Diese Zusagen sollten sich in allen Teilen des Beschlussfassungsprozesses bemerkbar machen, insbesondere aber auf Verhandlungsebene. Eine schnelle und korrekte Umsetzung sowie Durchführung im nationalen Recht ist ebenfalls erforderlich.**

*Beschleunigung auf 2004 vorzuziehen, einige Prioritäten sogar auf 2003*

Ausschussprioritäten, die alle Gegenstand des FSAP sind, lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- **Aktualisierung der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie**  
 [Erfordernis: Einordnung der Herkunftsland-/Aufnahmelandbestimmungen für Firmenkundenfinanzgeschäfte; Definition der professionellen Anleger und der Kleinanleger sowie angemessener Wohlverhaltensregeln; Entwurf angemessener Vorschriften für geregelte bzw. nicht geregelte Märkte (ATS)]
- **Erleichterung der grenzübergreifenden Kapitalbeschaffung (soll so leicht wie die Beschaffung inländischen Kapitals werden)**  
 [Erfordernis: "Europäischer Pass" (einmalige Zulassung) für Emittenten; gemeinsame Definition eines öffentlichen Angebots; Aktualisierung der Börsenzulassungsanforderungen und Einführung einer Unterscheidung zwischen der Zulassung zur Notierung und zum Handel]
- **Schaffung offener, transparenter europäischer Märkte**  
 [Erfordernis: Harmonisierung der Transparenz- und Offenlegungsanforderungen; Förderung der Verwendung der internationalen Rechnungslegungsgrundsätze für alle börsennotierten Unternehmen; klarere Definition eines Missbrauchs europäischer Märkte und schließlich Vereinbarung von Übernahmevorschriften]
- **Schaffung europäischer Finanzprodukte**  
 [Erfordernis: Aktualisierung der Anlagevorschriften für Pensions- und Investmentfonds und Bereitstellung grenzübergreifender Sicherheiten]
- **Festlegung zweckmäßiger Verbraucherschutz-niveaus**  
 [Erfordernis: Festlegung hoher und gleichwertiger Verbraucherschutz-niveaus und wirksamer Methoden zur Schlichtung grenzübergreifender Verbraucherstreitigkeiten]

*Prioritäten des Ausschusses*

## EUROPÄISCHE REGULIERUNG

Die derzeitige Funktionsweise der europäischen Rechtsvorschriften reicht nicht aus, um der Herausforderung der Regulierung moderner Finanzmärkte gerecht zu werden. Aus den im vorherigen Kapitel dargelegten Gründen ist der Ausschuss in der Tat darüber besorgt, dass das derzeitige System nicht in der Lage ist, um den FSAP rechtzeitig umzusetzen.

Der Ausschuss vertritt die Auffassung, dass in diesem Entwicklungsstadium eines europäischen Wertpapiermarktes diese Herausforderung im Regulierungsbereich am besten angegangen werden kann, wenn die Methoden und der politische Wille zu Grunde gelegt werden, auf denen bereits die erfolgreiche Schaffung des Binnenmarktes für Güter und Dienstleistungen basiert, wobei die Methoden natürlich an die spezifischen Bedürfnisse der

*Derzeitiges Regulierungssystem muss dringend geändert werden - ansonsten wird der FSAP nicht fristgerecht umgesetzt werden.*

Wertpapiermärkte anzupassen sind.

Der Ausschuss hat während seiner Beratungen zur Kenntnis genommen, wie die Wertpapiermarktregulierung in den Mitgliedstaaten oftmals organisiert ist. In der Regel werden Rahmengesetze von den nationalen Parlamenten verabschiedet, in denen die Grundregeln festgelegt werden, die die Regulierungsbehörden zu beachten haben. Letzteren werden dann rechtliche Durchführungsbefugnisse übertragen, um die Grundregeln in für den Markt im alltäglichen Geschäft anwendbare Vorschriften umzuwandeln. Diese Vorgehensweise wird von vielen Mitgliedstaaten und auch von den Vereinigten Staaten verfolgt.

*Einige nationale Wertpapiermarkt-Regulierungsbehörden eher unterschiedlich organisiert*

Jeder gesetzgeberische Ansatz muss einen wirksamen, rechtzeitigen und anpassungsfähigen Weg für die Gestaltung der europäischen Rechtsvorschriften aufzeigen, um bei der Vollendung des Wertpapierbinnenmarktes in Europa weiter voran zu kommen. Im Rahmen der derzeitigen europäischen institutionellen Vereinbarungen sollte dieser Ansatz so konzipiert sein, dass

- die demokratischen Prozesse sowohl auf nationaler als auch auf EU-Ebene respektiert werden;
- das aktuelle institutionelle Gleichgewicht in der EU gewahrt wird und mit der derzeitigen Struktur der Verträge übereinstimmt;
- die etablierten Vereinbarungen in Bezug auf die Verhältnismässigkeit und die Subsidiarität in jeder Hinsicht berücksichtigt werden.

*Rechtliche und institutionelle Grundkriterien zu erfüllen*

Die Einzelheiten einer Vorgehensweise, die vielleicht funktionieren könnte, werden nachfolgend dargelegt und werden hier als Grundlage für weitere Diskussionen und Analysen aufgezeigt. Dieser Ansatz könnte rasch umgesetzt werden. Idealerweise würde er die Unterstützung auf höchster politischer Ebene erforderlich machen, und zwar von seiten des Europäischen Rats, der Kommission, der Mitgliedstaaten und auch des Europäischen Parlaments.

*Möglicher Ansatz*

### **Möglicher Ansatz**

- **Die grossen Rahmenprinzipien** der Wertpapiervorschriften könnten auf EU-Ebene gemäß den normalen EU-Gesetzgebungsverfahren umgesetzt werden. Auf dieser politischen Ebene sollten die Rechtstexte nicht zu detailliert sein, sondern sich auf die Schlüsselemente jeder Frage konzentrieren (**EBENE 1**). Anders ausgedrückt könnte die Europäische Kommission nach einer weitgehenden Konsultation die erforderlichen Vorschläge an den Rat und das Europäische Parlament weiterleiten, damit diese sie im Rahmen des Mitentscheidungsverfahrens annehmen können. Erforderlichenfalls könnte man sich auf diese Vorschläge auch im Rahmen der "Schnellverfahren" ("fast track procedures") einigen, die bereits bestehen, auch wenn man nur selten auf sie zurückgreift. Überdies könnte man eher Verordnungen\* als Richtlinien zu Grunde legen, um die

*Ebene 1 : Vereinbarung der allgemeinen Grundsätze im Rahmen der normalen EU-Verfahren*

---

\* Bei Verordnungen handelt es sich um Rechtsakte, die nach ihrer Annahme durch den Rat und das Europäische Parlament keiner Umsetzung durch die Mitgliedstaaten bedürfen. Letzteres ist aber bei den Richtlinien der Fall, wobei die Umsetzung durch die Mitgliedstaaten bis zu 18 Monate oder mehr betragen kann.

Transparenz, das Tempo und die Genauigkeit bei der Umsetzung und Durchführung zu verbessern.

- **Die Modalitäten für die Art und Weise der Umsetzung der Grundsätze, die auf Ebene 1 festgelegt wurden, wäre auch auf EU-Ebene zu übernehmen, indem auf die Komitologie-Verfahren (EBENE 2) zurückgegriffen würde** (Einzelheiten s. Anhang 5). Dies würde die Einrichtung eines EU-Wertpapierausschusses erforderlich machen. Er würde aus Vertretern der Kommission und der Mitgliedstaaten bestehen und über Entscheidungsbefugnisse hinsichtlich der technischen Umsetzungsdetails der Ebene 1-Rechtsvorschriften verfügen. Auch würde ihm die erforderliche Aktualisierung dieser Vorschriften obliegen. Die im Rahmen dieses Mechanismus beschlossenen technischen Vorschriften würden u.a. die Grundlage für die praktische Umsetzung des Binnenmarktprinzips der gegenseitigen Anerkennung bilden. Sie wären Bestandteil des Gemeinschaftsrechts und für alle Mitgliedstaaten verbindlich.

*Ebene 2 : Neuer Wertpapierausschuss erforderlich ...*

Was aber noch wichtiger ist, ist die Tatsache, dass der EU-Wertpapierausschuss durch einen aus den **EU-Regulierungsbehörden bestehenden Ausschuss** unterstützt werden sollte. Dabei sollte man sich am Vorbild der FESCO orientieren und eine genau definierte Rolle und einen genau definierten Status festlegen. Die Regulierungsbehörden könnten die Kommission in Bezug auf die technischen Umsetzungsdetails der Ebene 1-Rahmenprinzipien beraten. Ausserdem sollte es Vereinbarungen geben, denen zufolge die Marktteilnehmer diesen Regulierungsausschuss und die Europäische Kommission systematisch und regelmäßig mit Beiträgen beliefern könnten.

*Unterstützung durch einen Ausschuss der EU-Regulierungsbehörden*

- Die Mitgliedstaaten sind dafür verantwortlich, die Gemeinschaftsvorschriften umzusetzen. Sie sollten dies innerhalb **ines Rahmens einer verbesserten und verstärkten Zusammenarbeit und Vernetzung ihrer Regulierungsbehörden tun, um eine kohärente und gleichwertige Umsetzung der Rechtsvorschriften der Ebene 1 und Ebene 2 sicherzustellen (EBENE 3)**. Die nationalen Behörden sollten ermutigt werden, gemeinsame Protokolle für bestimmte Auslegungen zu Umsetzungszwecken und einen "Peer Review"-Prozess zu vereinbaren, um kohärente Durchsetzungspraktiken im Ausschuss der EU-Regulierungsbehörden zu gewährleisten. Auch sollten die Mitgliedstaaten dafür sorgen, dass nur eine nationale Regulierungsbehörde mit ausreichenden und vergleichbaren Befugnissen für jeden Aspekt der europäischen Finanzdienstleistungsregulierung zuständig ist.
- Auch wird es zu einer **verstärkten Durchsetzung der Gemeinschaftsvorschriften mittels eines energischeren Vorgehens der Kommission und zu einer verbesserten Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedstaaten und ihren Regulierungsbehörden kommen (EBENE 4)**. Insbesondere sollte die Kommission zielstrebigere gehen, um die Gemeinschaftsvorschriften durchzusetzen und zur

*Ebene 3: Verbesserte und verstärkte Umsetzung und Durchführung*

*Ebene 4 : Verstärkte Durchsetzung des Gemeinschaftsrechts*

Wahrnehmung dieser wichtigen Aufgabe mit ausreichenden Ressourcen ausgestattet werden.

**Der allgemeine Erfolg dieses vierstufigen Regulierungsansatzes wird vom politischen Willen der Mitgliedstaaten, des Europäischen Parlaments und der Kommission abhängen, ihre jeweilige Arbeit zu machen. Sollte man sich einigen, vertritt der Ausschuss die Auffassung, dass alle möglichen Anstrengungen unternommen werden sollten, um die Realisierung dieses Ansatzes bis Ende 2001 sicherzustellen.** Von ausschlaggebender Bedeutung wird auch die Bereitschaft der nationalen Regulierungsbehörden sein, zu kooperieren und eng zusammenzuarbeiten, um die Bewerkstelligung des Rahmens der europäischen Rechtsvorschriften zu unterstützen, ohne die ein integrierter Markt nicht funktionieren kann.

*Erfolg hängt vom politischen Willen aller Beteiligten ab*

*Beginn: Ende 2001*

Der Ausschuss hält es für wichtig, dass für diesen neuen Ansatz eine angemessene Rechenschaftspflicht gegenüber dem Europäischen Parlament besteht. So sollten dem Rat und dem Parlament Jahresberichte über die Arbeiten des Wertpapier- und des Regulierungsausschusses vorgelegt werden. Beide Ausschüsse sollten dem Europäischen Parlament also regelmäßig Bericht erstatten.

*Angemessene Rechenschaftspflicht gegenüber dem Europäischen Parlament wichtig*

Darüber hinaus vertritt der Ausschuss die Auffassung, dass es eines kontinuierlichen Überwachungsprozesses bedarf, um zu beurteilen, wie der neue Ansatz funktioniert. Dabei ist sowohl der Verfahrensaspekt als auch die Bewertung von Bedeutung, wie rasch die europäische Finanzdienstleistungsintegration von statten geht. So könnten dem Rat und dem Europäischen Parlament Halbjahresberichte über die erzielten (oder nicht erzielten) Fortschritte vorgelegt werden.

*Kontinuierliche Überwachung mit Halbjahresberichten an den Rat und das Europäische Parlament*

**Die Funktionsweise dieses Ansatzes sollte etwa im Jahr 2004 in jeder Hinsicht überprüft werden.** Sollte sich jedoch anhand der Halbjahresberichte zeigen, dass ausreichende Fortschritte offensichtlich nicht gewährleistet werden können, so ist die obengenannte Überprüfung zu einem früheren Zeitpunkt vorzunehmen.

*Vollständige Überprüfung etwa im Jahr 2004*

Der Inhalt einer Überprüfung von Entwicklungen, die noch stattzufinden haben, läßt sich natürlich nicht vorhersehen. Dennoch sind verschiedene Szenarien denkbar. So kann in einem Extremfall der oben dargelegte Ansatz zur erfolgreichen Entwicklung eines Wertpapierbinnenmarktes führen. In diesem Fall könnten die wesentlichen Voraussetzungen beibehalten oder ggf. verstärkt werden. Falls im anderen Extremfall der Ansatz keinen Erfolg zu versprechen scheint, könnte es zweckmäßig sein, eine Änderung des Vertrages zu erwägen, zu der auch die Schaffung einer einzigen EU-Regulierungsbehörde für Finanzdienstleistungen allgemein in der Gemeinschaft zählen könnte.

*Szenarien für die Zukunft*

In diesem Stadium der Entwicklung der europäischen Wertpapiermärkte vertritt

*Noch keine einzige*



der Ausschuss die Auffassung, dass gute Gründe dafür bestehen, die Einrichtung einer einzigen Regulierungsbehörde nicht in Betracht zu ziehen. So sind zum einen die grundlegenden harmonisierten Vorschriften, die für eine angemessene Funktionsweise eines integrierten Marktes erforderlich sind, noch nicht gegeben. Zum anderen bedarf es rascher Maßnahmen, um die erkannten Mängel im derzeitigen Regulierungsrahmen zu beheben. Dieses Tempo erfordert aber Reformen, die innerhalb des jetzigen Vertrages durchzuführen sind. Außerdem bedarf es einiger Zeit, um festzustellen, ob diese Reformen zu Ergebnissen führen oder nicht.

*Regulierungsbehörde*

## ROLLE DES PRIVATEN SEKTORS

Die Gesetzgebung und die Regulierung stellen den Rahmen dar, innerhalb dessen der private Sektor agiert. Ihm kommt bei der Schaffung des Binnenmarktes innerhalb dieses Rahmens eine wesentliche Rolle zu. So kann der private Sektor ganz erheblich dazu beitragen, die Ineffizienz des europäischen Finanzmarktes zu verringern, indem übertrieben hohe Kosten für den Wertpapierhandel in der EU gesenkt werden, wie vor allem für das Clearing und die Abrechnung. Die Fortschritte sollten hervorgehoben werden.

*Privatem Sektor kommt wichtige Rolle zu – wie z.B. die Senkung der Clearing- und Abrechnungskosten*

Auch bei der Stärkung des Verbrauchervertrauens sollte der Privatsektor eng mit den Regulierungsbehörden zusammenarbeiten, um die grenzübergreifenden Geschäfte mit Finanzdienstleistungen auf Privatkundenebene auszubauen (z.B. Netze alternativer Streitbeilegungsverfahren, bei denen auf die nationalen Finanzombudsmänner zurückgegriffen wird; Vertrauenskennzeichnungen usw.). Der Privatsektor sollte auch mit der Europäischen Kommission zusammenarbeiten, um internationale Handelsschranken zu beseitigen und konstruktive Beiträge für den Beschlussfassungsprozess auf Ebene 2 sicherzustellen (s.o.)

*...und Aufbau des Verbrauchervertrauens auf grenzübergreifender Ebene*

## REALISIERUNG DES WANDELS

Nicht alle diese Veränderungen lassen sich rasch bewerkstelligen, aber die Veränderungen auf Regulierungsebene sind ganz besonders dringlich. Der Ausschuss schlägt vor, dass der Europäische Rat von Stockholm im März 2001 die Abfassung einer **Entschließung des Europäischen Rates** ins Auge fassen könnte, die in ihrem Aufbau dem Wachstums- und Stabilitätspakt vom Juni 1997 ähneln könnte. In dieser Entschließung könnten sich die Staats- und Regierungschefs mit der Europäischen Kommission auf eine Reihe spezieller Zusagen einigen, d.h. für die Mitgliedstaaten, die Kommission und den Rat, um die wesentlichen Punkte der Regulierungsvorschläge festzulegen, so dass sie ab dem Jahr 2002 realisiert werden können.

*Realisierung des Wandels – Bedeutung des Europäischen Rates von Stockholm im März 2001*

## BEREICHE FÜR WEITERE ÜBERLEGUNGEN

## **Auswirkungen der integrierten Wertpapiermärkte auf kleine und mittlere Unternehmen (KMU)**

Viele der in diesem Kapitel dargelegten Maßnahmen können den KMU zu Gute kommen, insbesondere aber jenen, die Zugang zu den Kapitalmärkten suchen. Der Ausschuss möchte über diese Frage aber noch weiter nachdenken.

*Ausschuss möchte über die Frage der Auswirkungen auf KMU noch weiter nachdenken*

## **WETTBEWERB**

Der Ausschuss vertritt die Auffassung, dass die Förderung des Wettbewerbs mittels der EU-Wertpapiermärkte dem Integrationsprozess zu Gute kommen wird. Wichtige Ziele der öffentlichen Ordnung sind offener Marktzugang und Clearing- und Abrechnungssysteme auf nichtdiskriminierender Basis. Gleichzeitig sollten die Wettbewerbsbehörden allen möglichen negativen Effekten der Konzentration auf den europäischen Finanzmärkten besondere Aufmerksamkeit schenken, da sich der Integrationsprozess beschleunigt. Auch über diese Frage möchte der Ausschuss noch weiter nachdenken.

*Energische Wettbewerbspolitik von ausschlaggebender Bedeutung*

## **CLEARING UND ABRECHNUNG**

Auch wenn außer Frage steht, dass in Europa wichtige Fortschritte zur Senkung der Clearing- und Abrechnungskosten erforderlich sind (die EU muss die Kosten für den grenzübergreifenden Handel in der Tat sobald wie möglich auf das US-Niveau senken), gibt es eine Reihe wichtiger Fragen der öffentlichen Ordnung, die weiterer Aufmerksamkeit bedürfen. Dazu zählen die Rolle der Wettbewerbspolitik, die Notwendigkeit der Gewährleistung der Systemstabilität und die künftige Struktur des Clearing und der Abrechnung in der EU.

*Clearing und Abrechnung – wichtige Fortschritte erforderlich... und weitere Überlegungen*

## **KÜNFTIGE ARBEITEN**

Der Schlussbericht des Ausschusses wird Mitte Februar 2001 vorgelegt werden. Dabei will der Ausschuss seine Überlegungen zu einer Reihe von Fragen vertiefen, insbesondere zu den obengenannten und zu einer rechtlichen und politischen Analyse des zuvor beschriebenen Regulierungsansatzes. Auch wird der Ausschuss die allgemeinen politischen und vom Markt eingegangenen Reaktionen auf diese Vorschläge berücksichtigen. Zudem könnte eine zweite Runde von Konsultationen lanciert werden.

*Künftige Arbeiten – bis zum Schlussbericht Mitte Februar 2001*

## **ANHANG 1 – MANDAT DES AUSSCHUSSES DER WEISEN, DAS IHM AM 17. JULI 2000 VOM RAT DER WIRTSCHAFTS- UND FINANZMINISTER DER EU (ECOFIN-RAT) ÜBERTRAGEN WURDE**

Die Einführung des Euro und die sich daraus ergebenden Strukturveränderungen haben den Integrationsprozess der europäischen Finanzmärkte beschleunigt. Die Kapitalmärkte der EU müssen dynamisch, wettbewerbsfähig und innovativ sein, damit sie den europäischen Unternehmen und der Wirtschaft der EU alle potentiellen Vorteile bieten, auf dem internationalen Markt für Finanzdienstleistungen in den Wettbewerb treten und europäische Unternehmen dabei unterstützen können, auf dem Weltmarkt für Güter und Dienstleistungen wettbewerbsfähig zu werden. Sie müssen neue Technologien und neue Möglichkeiten nutzen. Im Hinblick darauf muss mit der Reglementierung der Kapitalmärkte die Lissabonner Vision einer dynamischen, wissensbasierten Wirtschaft mit einem problemlosen Zugang zu Kapital, der es Unternehmen ermöglicht zu investieren, zu wachsen und Arbeitsplätze zu schaffen, gefördert werden.

Die rasche Schaffung eines einheitlichen Wertpapiermarktes ist erforderlich, um folgende Ziele zu erreichen:

- deutliche vom Wettbewerb geprägte Finanzierung der EU-Unternehmen, einschließlich der KMU,
- verbesserte Liquidität
- und stärkerer Wettbewerb zwischen Finanzintermediären sowie zwischen Infrastrukturen im Interesse besserer Dienstleistungen zu niedrigeren Kosten.

Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit werden jedoch in ihrer Dynamik beeinträchtigt, wenn administrative, regulative oder sonstige Hindernisse, die grenzüberschreitende Wertpapiertransaktionen in der Praxis behindern, nicht beseitigt werden.

Grundlage für die Reglementierung der Märkte und der Finanzinformation in Europa sind in erster Linie EU-Richtlinien, mit denen Normen für die Regulierung einer breiten Palette von Finanzaktivitäten festgelegt worden sind. Diese Rechtsakte, die vor dem Hintergrund der Zersplitterung in einzelstaatliche Märkte entstanden, bedürfen möglicherweise einer Anpassung unter Berücksichtigung der Marktentwicklungen. Der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen soll hierbei für Fortschritte sorgen und die wichtigsten im Bereich des Binnenmarktes bestehenden Hemmnisse beseitigen.

Natürlich müssen angesichts der sich auf dem Markt vollziehenden weitreichenden Veränderungen auch die nationalen Regulierungsbehörden mit geeigneten Maßnahmen reagieren.

Daher ist es erforderlich, über den Aktionsplan hinaus Überlegungen zu der Frage anzustellen, wie sich die Richtlinien durch die zuständigen nationalen Behörden in der Praxis so anwenden lassen, dass sie den Erwartungen der

Finanzintermediäre, Emittenten und Anlegern gerecht werden, denen daran gelegen ist, in der gesamten Europäischen Union mit der nötigen Sicherheit und der gebührenden Sachkenntnis effiziente geschäftliche Beziehungen zueinander zu pflegen.

Angesichts des derzeitigen institutionellen Rahmens bedingt die Notwendigkeit, auf die mit der Integration der Finanzmärkte verbundenen Herausforderungen wirksam zu reagieren, die Schaffung eines von der Kommission unterstützten Ausschusses unabhängiger Persönlichkeiten. Der Ausschuss wird demgemäß seine Überlegungen auf die praktische Anwendung der Gemeinschaftsvorschriften in den im Aktionsplan genannten Bereichen konzentrieren und Szenarien vorschlagen, um die Regelungspraxis und die Zusammenarbeit der Regelungsbehörden auf die derzeitigen Entwicklungen abzustimmen. Unbeschadet der im Rahmen des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen laufenden Arbeiten wird der Ausschuss unter Berücksichtigung der von den Regelungsbehörden für die Wertpapiermärkte im FESCO geleiteten Arbeiten überlegen, welche Möglichkeiten bestehen, um zu effizienteren Umsetzungs- und Anwendungspraktiken insbesondere in folgenden Regelungsbereichen zu kommen: Börsennotierung von Unternehmen, Inanspruchnahme des Kapitalmarkts, Vorschriften über die Bekanntmachung von Informationen durch den Emittenten, Durchführung grenzübergreifender Finanztransaktionen, gewöhnliche Tätigkeit der reglementierten Märkte, den Schutz der Verbraucher und Anleger bei Wertpapierdienstleistungen sowie Marktintegrität.

Mithin wird es seine Aufgabe sein,

1. die derzeitigen Bedingungen für die Anwendung der Regulierungsmaßnahmen für die Wertpapiermärkte in der Europäischen Union zu bewerten.  
Darüber hinaus ersucht der Rat die Kommission, einen prioritätsbezogenen kritischen Pfad für die Verwirklichung der entsprechenden Lissabonner Zielvorgaben des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen und den bis zum Jahr 2003 umzusetzenden Risikokapital-Aktionsplan zu ermitteln. Die Kommission wird mögliche Indikatoren für die Fortschritte bei der Erzielung wirtschaftlicher Vorteile vorschlagen. Die Kommission wird dem Rat am 27. November Bericht erstatten;
2. zu untersuchen, wie mit den Regelungen für die Wertpapiermärkte in der Europäischen Union am besten auf die aktuellen Entwicklungen an den Wertpapiermärkten, aber auch auf die durch den Zusammenschluss europäischer (und nichteuropäischer) Börsen bzw. durch technologische Innovationen (ATS) neu entstehenden Märkte reagiert und zugleich ein effizientes und dynamisches Funktionieren der Märkte in der gesamten Europäischen Union im Hinblick auf einheitliche Bedingungen gewährleistet werden kann;
3. im Hinblick auf die Beseitigung von Hemmnissen und Hindernissen zum Zwecke der Aktualisierung der derzeitigen Praktiken entsprechende Szenarien vorzuschlagen, um bei deren täglicher Anwendung eine größere Konvergenz und Zusammenarbeit zu gewährleisten und neuen Marktentwicklungen Rechnung zu tragen.

Dagegen gehört die Beaufsichtigung von Finanzunternehmen nicht zu seinen Aufgaben.

Der Ausschuss soll in der Lage sein, dem Rat ECOFIN Anfang November 2000 einen ersten Bericht vorzulegen. Aus diesem sollen der Sachstand und erste Lösungsansätze hervorgehen. Der endgültige Bericht wird dem Rat ECOFIN im Laufe des ersten Halbjahres 2001 vorgelegt.

o  
o      o

Der Rat ernannte folgende Ausschussmitglieder:

- Alexandre Lamfalussy
- Cornelius Herkströter
- Luis Angel Rojo
- Bengt Rydén
- Luigi Spaventa
- Norbert Walter
- Nigel Wicks

## ANHANG 2 – ARBEITSMETHODEN DES AUSSCHUSSES DER WEISEN

Der Ausschuss nahm seine Arbeiten am 7. August 2000 auf und brachte die erste Arbeitsphase am 6. November 2000 nach insgesamt acht Sitzungen zum Abschluss.

Angesichts des breiten Spektrums von Themen, die unter das Mandat des ECOFIN-Rates fallen, hielt es der Ausschuss für wichtig, auch in Anbetracht der kurzen zur Verfügung stehenden Zeit, die Standpunkte von möglichst vielen Institutionen, Organisationen und vom breiten Publikum auf offene Art und Weise zusammen zu tragen.

Der Ausschuss traf mit Präsident Prodi und den Kommissionsmitgliedern Bolkestein und Solbes am 5. September 2000 zusammen, und Herr Lamfalussy sprach vor dem Wirtschafts- und Währungsausschuss des Europäischen Parlaments in einer nichtöffentlichen Sitzung am 11. Oktober 2000.

Die Mitgliedstaaten wurden auf unterschiedliche Art und Weise kontaktiert. So wurden die Finanzattachés/Berater der Mitgliedstaaten aufgefordert, Beiträge einzubringen. Auch traf der Vorsitzende am 20. September 2000 mit den Vertretern der Mitgliedstaaten im HLSS ("High-Level Securities Supervisors Committee"/Ausschuss hochrangiger Beamter der Börsen- und Wertpapieraufsichtsbehörden) und am 12. Oktober 2000 mit den Delegierten der Mitgliedstaaten in der FSPG ("Financial Services Policy Group"/Politische Gruppe für Finanzdienstleistungen) zusammen.

Was die auf den europäischen Wertpapiermärkten tätigen Organisationen betrifft (d. h. die Branche selbst und die Aufsichtsbehörden), so hat der Ausschuss sie aufgefordert, schriftliche Beiträge einzureichen. Eine der wichtigsten Etappen im Anhörungsprozess bestand überdies darin, dass der Ausschuss Vertreter der wichtigsten Akteure auf den Märkten zu vertraulichen Anhörungen nach Brüssel eingeladen hat. Insgesamt hat der Ausschuss 25 vertrauliche Anhörungen durchgeführt, die in verschiedenen Sitzungen stattfanden und folgende Akteure abdeckten: Märkte und Börsen, alternative Handelssysteme ("Alternative Trading Systems"/ATS) und "neue Verkäufer", Clearing- und Abrechnungseinrichtungen, Emittenten, Aufsichts- und Regulierungsbehörden sowie Einrichtungen wie FESCO, der EFC der EU (Vorsitzender des Wirtschafts- und Finanzausschusses) und die EZB (Europäische Zentralbank). Auch wurden ein Vertreter der Gewerkschaften sowie mehrere bedeutende Persönlichkeiten des Finanzsektors angehört. Auch hielt der Ausschuss am 16. Oktober 2000 eine Videokonferenz mit einem leitenden Beamten der US-amerikanischen SEC ("Securities and Exchange Commission") ab.

Darüber hinaus lancierte der Ausschuss am 21. August 2000 eine Ad-hoc-Website<sup>\*</sup>. Darin befand sich ein Fragebogen, um jedem Interessierten die Möglichkeit zu geben, sich zu einer Reihe von Schlüsselfragen für die Ausschussarbeiten zu äußern. Bislang sind 69 Beiträge von verschiedenen Quellen und aus verschiedenen Ländern eingegangen (siehe Anhang 3 für eine Zusammenfassung).

---

<sup>\*</sup> Website: [http://europea.eu.int/comm/internal\\_market](http://europea.eu.int/comm/internal_market) (Finanzdienstleistungen, Abschnitt: Allgemeine Angelegenheiten).

Schließlich hielt der Vorsitzende, Herr Lamfalussy, im Rahmen der Ausschusspolitik für Offenheit und Transparenz am 7. September 2000 in Brüssel eine Pressekonferenz ab, um Journalisten über die einschlägigen Aspekte der Ausschussarbeiten wie z. B. die Organisation, die Arbeitsmethode und die Zeitpläne zu informieren.

Der erste Bericht wird der Presse am 9. November 2000 in Brüssel vorgestellt werden.

### ANHANG 3 – ZUSAMMENFASSUNG DER ANTWORTEN AUF DEN ONLINE-FRAGEBOGEN DES AUSSCHUSSES DER WEISEN

Bislang hat der Ausschuss 69 Antworten erhalten, die von einem breiten Spektrum an Marktteilnehmern in der gesamten Europäischen Union und auch in Drittländern (Vereinigte Staaten und Schweiz) eingingen.

*69 Antworten*

#### HAUPTHINDERNISSE FÜR DIE VOLLENDUNG EINES BINNENMARKTES FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGEN

Was die Haupthindernisse betrifft, die einem integrierten europäischen Wertpapiermarkt noch entgegenstehen, so ist zwischen **allgemeinen Hindernissen** und **spezifischen Hindernissen** für den Wertpapiersektor zu unterscheiden. Was die allgemeinen Hindernisse betrifft, so wurden in erster Linie die unterschiedlichen Rechtstraditionen (d.h. Insolvenzbestimmungen) in 62 % der Antworten genannt, danach die Steuerunterschiede (die den grenzüberschreitenden Vertrieb von Finanzprodukten behindern) in 42 % der Antworten sowie die kulturellen und sprachlichen Probleme. Hinsichtlich der spezifischen Hindernisse wurden in erster Linie die nicht vorhandenen harmonisierten Wertpapiervorschriften (51 %) genannt, sodann die unangemessene Umsetzung der europäischen Rechtsvorschriften und die nationalen Unterschiede in Bezug auf die Befugnisse, Kompetenzen und Pflichten der Aufsichtsbehörden (26 %).

*Haupthindernisse für einen integrierten Markt ...*

Als weitere Hindernisse wurden z.B. auch die Unterschiede bei der Rechnungslegung genannt (die einen wirklichen Vergleich der Finanzausweise verhindern), das Fehlen eines einheitlichen Clearing- und Abrechnungssystems, institutionelle Regulierungsverfahren, die Vorschrift von Aufnahmelandvorschriften und nationaler Protektionismus (der von den Mitgliedstaaten nicht nur verwendet wird, um die eigenen Anleger zu schützen, sondern auch um die nationale Branche abzuschotten).

#### Bewertung der derzeitigen Umsetzung und Durchführung europäischer Wertpapiervorschriften

*Umsetzung und Durchführung - 3/4 nicht zufriedengestellt*

Drei Viertel der Befragten vertritt die Auffassung, dass die europäischen Wertpapierrechtsvorschriften weder kohärent umgesetzt noch durchgeführt wurden. Die gleiche Anzahl an Befragten meint auch, dass die derzeitige Durchführung den Ausbau eines grenzübergreifenden Wertpapiergeschäfts behindert.

Als Hauptgründe für diese Probleme werden die unterschiedlichen Auslegungen der Richtlinien angeführt (in 59 % der Antworten), aber auch die Zweideutigkeit bestimmter Richtlinienbestimmungen und die Länge der Durchführungsfristen. In einigen Antworten wird auch darauf hingewiesen, dass es keinerlei EU-Vertragsverletzungsverfahren für eine unangemessene Durchführung gibt. In wieder anderen Antworten wird unterstrichen, dass die den Mitgliedstaaten durch die Richtlinien übertragenen Durchführungsbefugnisse und die unklare Abfassung der Richtlinien eine

*Gründe*



unterschiedliche Umsetzung gestatten, ohne dass gegen sie verstoßen wird.

Zur Besorgnis geben hauptsächlich die unangemessene Umsetzung der EU-Rechtsvorschriften (36 %), die mangelnde Konvergenz bei der Organisation und den Befugnissen der nationalen Behörden (19 %) und die Struktur der Finanzmärkte Anlass.

Die Befragten wiesen vor allem auf folgende Barrieren und Hauptprobleme hin: das unzureichende Harmonisierungsniveau (z. B. hinsichtlich des Marktmissbrauchs, der Wohlverhaltensregeln, der Differenzierung verschiedener Anlegertypen usw.); der nicht vorhandene einheitliche Handelstage-Kalender und eine einheitliche Politik in Bezug auf die bestmögliche Ausführung von Kundenaufträgen; der nicht vorhandene Binnenmarkt für Investmentfonds oder private Pensionsfonds. Überdies zählen Hindernisse für die Entwicklung eines "Europäischen Passes" (einmalige Zulassung) für Emittenten zu den Hauptanliegen für Wertpapierdienstleister. Die Clearing- und Abrechnungseinrichtungen verweisen vor allem auf die Unterschiede bei den nationalen Insolvenzvorschriften und auf den nicht vorhandenen einheitlichen Standard für die Regulierung und Beaufsichtigung von Zentralverwahrern hin.

*Haupthindernisse für den Marktzugang ...*

Erstmissions-, Aktien- und Anleihenmärkte sowie Pensions- und Investmentfonds sind die Tätigkeiten und Märkte, die den Antworten zufolge am meisten benachteiligt sind. Allerdings gehen die Meinungen darüber auseinander, ob auch die Firmenkundenmärkte mitbeeinträchtigt sind oder nicht; einigen Antworten zufolge ist dies der Fall, während in anderen Antworten von einer weniger großen Beeinträchtigung die Rede ist. Es sei jedoch darauf verwiesen, dass auf diese Frage relativ wenige Antworten eingegangen sind.

*Und die "Opfer" = europäische Aktien- und Anleihenmärkte sowie europäische Pensions- und Investmentfonds*

Hinsichtlich der Rolle der Selbstregulierung und der Marktkonventionen gehen die Meinungen auseinander. Rund 50 % der Befragten vertreten die Auffassung, dass der Selbstregulierung auf den sich rasch entwickelnden Märkten eine wichtige Rolle zukommen sollte; allerdings ist man sich über die Ausgestaltung dieser Rolle eher uneins. Mehrere Befragte meinen, dass die Selbstregulierung in einigen spezifischen Bereichen eine besondere Rolle spielen sollte (z. B. bei mitgliedergetragenen Börsen, der Annahme interner Wohlverhaltensregeln oder auf professionellen Märkten), dass sie aber in anderen Bereichen eine eher untergeordnete Rolle spielen sollte (wie z. B. auf den Privatkundenmärkten). Auch sind die Befragten eher besorgt darüber, ob die Selbstregulierungseinrichtungen in der Lage sind, den weitergehenden Überlegungen auf dem Gebiet des öffentlichen Interesses Rechnung zu tragen und ob die Wettbewerbsfähigkeit der Wertpapiermärkte Interessenkonflikte im Falle von Börsen aufwerfen könnte, denen bestimmte Regulierungsbefugnisse zukommen. Allgemein ist man sich jedoch darin einig, dass es erforderlich ist, die Marktabsprachen gegen das Ziel des Binnenmarktes abzuwägen.

*Selbstregulierung und Marktabsprachen werden unterstützt*

### **Bewertung der derzeitigen Vereinbarungen auf dem Gebiet der Zusammenarbeit**

In 45 % der Antworten wird bestätigt, dass die derzeitigen Vereinbarungen auf dem Gebiet der Zusammenarbeit und der gegenseitigen Hilfe zwischen den

nationalen Aufsichtsbehörden nicht ausreichend sind. Dennoch haben 40 % der Befragten diese Frage nicht ausdrücklich beantwortet, und auch jene, die meinen, dass die derzeitigen Vereinbarungen ausreichend seien, fordern einen entsprechenden Ausbau.

*Europaweite Zusammenarbeit zwischen den Regulierungsbehörden nicht ausreichend*

Die am meisten bemängelten Unzulänglichkeiten sind Unterschiede bei den Aufsichtsbefugnissen und -pflichten (23 %), eine Verdopplung der Aufsichtskontrolle (19 %), unzureichende Kanäle der Zusammenarbeit sowie übermäßige Kosten und Mangel an Sachverstand. Der Mangel an Transparenz bei den derzeitigen Vereinbarungen wurde ebenfalls genannt.

### **Hauptentwicklungen, die die europäischen Wertpapiermärkte in nächster Zukunft betreffen werden**

Bei den wichtigsten strukturellen Entwicklungen, die die europäischen Wertpapiermärkte in nächster Zukunft betreffen werden, handelt es sich den Antworten zufolge um die Konsolidierung im Finanzsektor (in 62 % der Antworten genannt), das neue Profil der Anleger, die Rolle der privaten Pensionssysteme und die neuen Handelsplattformen.

*Hauptentwicklungen, die die europäischen Wertpapiermärkte betreffen werden: Konsolidierung und Technologie*

Hinsichtlich der wichtigsten technologischen Entwicklungen werden das Internet und der elektronische Geschäftsverkehr (65 %) sowie neue Software für Marktteilnehmer (49 %) bei weitem am häufigsten genannt.

Da die Anleger immer versierter werden und aufgrund der Entwicklung des Online-Handels direkten Zugang zu den Märkten haben, könnte es zu einem Anstieg bei den grenzüberschreitenden Geschäften kommen, die diese Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten aufzeigen werden.

Darüber hinaus zeigen die Einführung des Euro, der sich daraus ergebende Trend von der nationalen Streuung der Anlagen hin zur sektoralen Streuung in der Euro-Zone sowie die Rolle der privaten Pensionssysteme bereits jetzt Auswirkungen auf die europäischen Wertpapiermärkte.

*Euro als Katalysator für europaweite Anlagestrategien*

Viele Befragte verwiesen auf die Notwendigkeit einer Beschleunigung der EU-Gesetzgebungsverfahren, um den Veränderungen auf den Märkten zu folgen, gleiche Wettbewerbsbedingungen zwischen den geregelten Märkten und den neuen Märkten (ATS) zu gewährleisten, den Wettbewerb auf den Märkten sowie zwischen den Clearing- und Abrechnungsverfahren sicherzustellen, wobei Monopolstellungen zu vermeiden sind, und um die Unterschiede zwischen den Aufsichtsbefugnissen und -kompetenzen der nationalen Behörden zu verringern.

*Notwendigkeit gleicher Wettbewerbsbedingungen für Börsen und ATS*

### **Aussichten auf dem Gebiet der strukturellen Entwicklungen**

Zur Schaffung eines integrierten europäischen Wertpapiermarktes bedarf es nach Auffassung der meisten Befragten bestimmter Regulierungs- und Aufsichtsvereinbarungen.

Hinsichtlich der Regulierungsvereinbarungen wird der Ruf nach einer verstärkten Harmonisierung der Rechtsvorschriften auf europäischer Ebene und nach einem größeren Stellenwert für die gegenseitige Anerkennung laut.

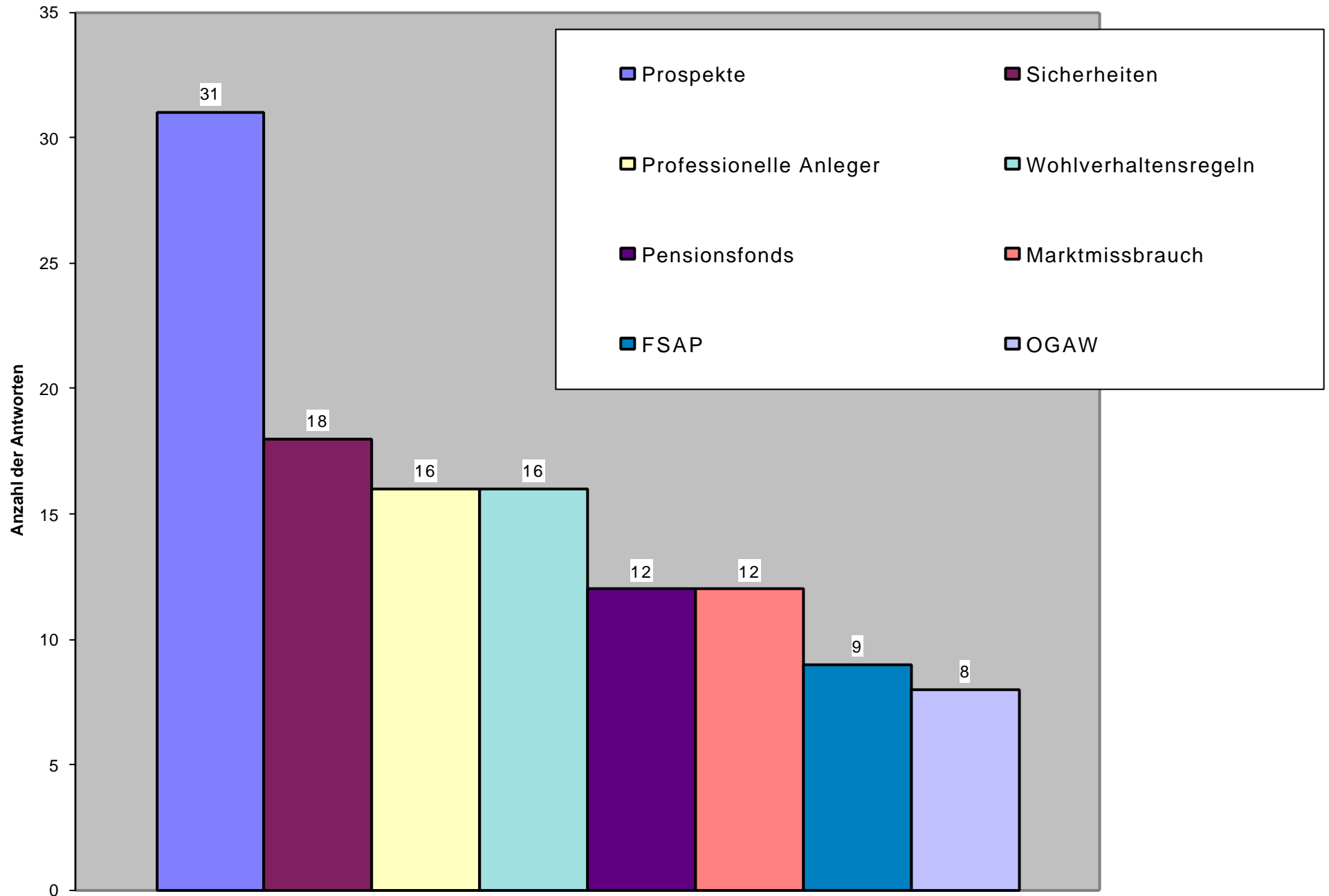
*Mehr Harmonisierung gefordert, aber mit Schwerpunkt auf gegenseitiger Anerkennung*

Eine Vielzahl der Befragten forderte jedoch auch Verbesserungen in der Art und Weise, wie die EU-Rechtsvorschriften erlassen, geändert und durchgeführt werden. Wenn die Richtlinien detaillierte Regulierungsvorschriften enthalten, sind sie rasch veraltet. Deshalb sollten die Richtlinien einen Rahmen für dauerhafte Grundsätze vergeben; sekundäre detaillierte Rechtsvorschriften könnten dann von einem Europäischen Wertpapierausschuss festgelegt werden, der über genügend Kommitologiebefugnisse verfügen würde, um die EU-Rechtsvorschriften zu überarbeiten und zu aktualisieren. Die meisten Befragten sind mit den Arbeiten der FESCO zufrieden; dennoch drängen sie auf eine unmittelbare Klärung des Rechtsstatus und der Rolle der FESCO. Auch werden mehr Transparenz und eine weitergehende Konsultierung der Branche beim Regulierungsprozess gefordert. Auf jeden Fall sollten neue EU-Institutionen bzw. -Agenturen keine unvernünftig hohen zusätzlichen Kosten verursachen.

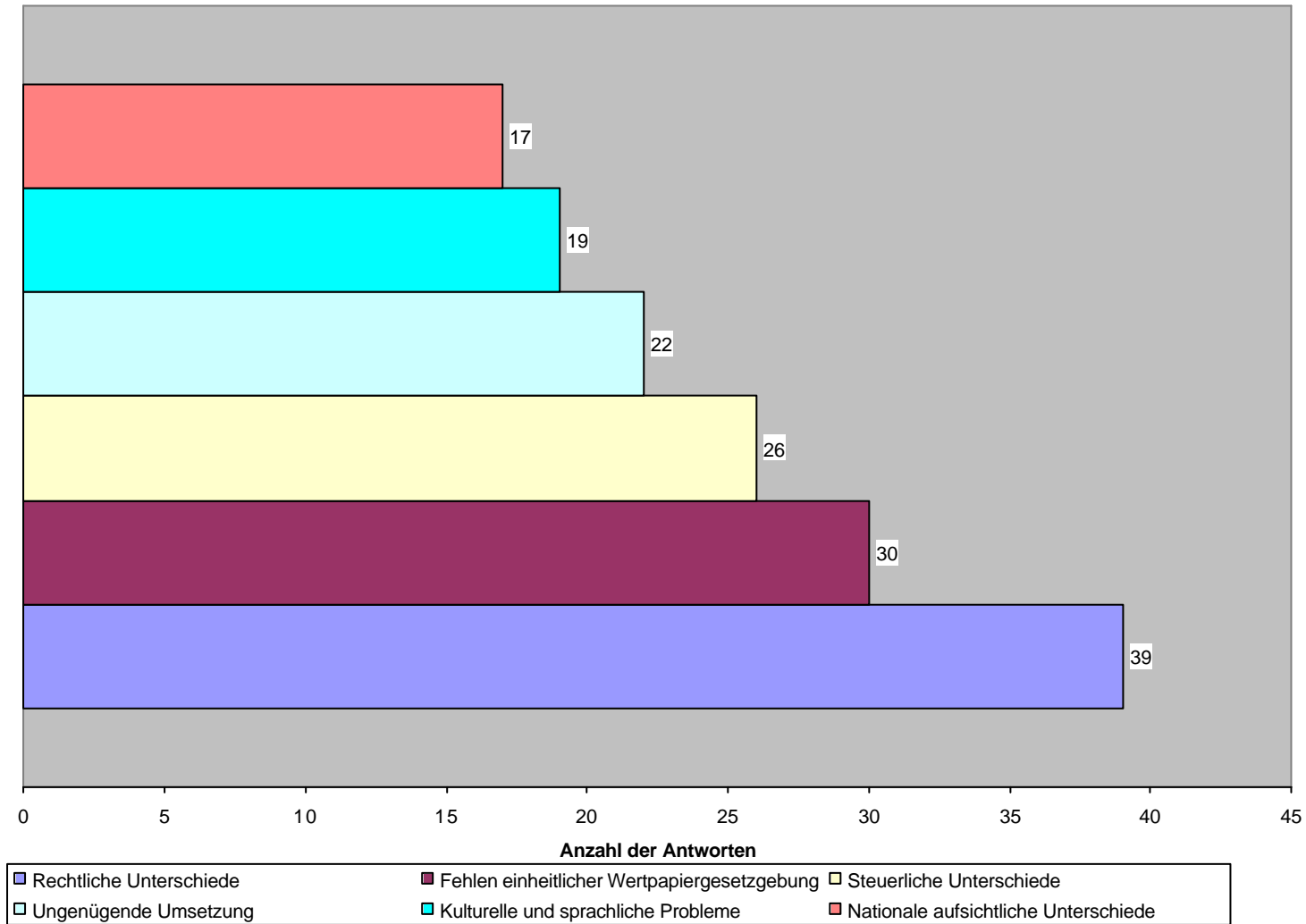
*Richtlinien sollten Rahmengrundsätze vorgeben - detaillierte Rechtsvorschriften sollten von einem Europäischen Wertpapierausschuss festgelegt werden*

Hinsichtlich der Aufsichtsvereinbarungen bedarf es einer engen Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden. Eine verstärkte Konvergenz bei den Aufsichtsbefugnissen, -pflichten und -kompetenzen würde zur Bewerkstelligung dieses Ziels beitragen. Die Frage der Schaffung einer Einheitlichen Europäischen Regulierungsbehörde wurde in rund der Hälfte der Antworten angesprochen. Bei denjenigen, die dazu Stellung nahmen, zeichnete sich eine klare Ablehnung der Schaffung einer derartigen Instanz zu den derzeitigen Bedingungen ab. Einige Befragte meinten, dass es sich dabei unter Umständen um eine mittel- bzw. langfristige Möglichkeit handeln könnte, allerdings erst nach einer weiteren Harmonisierung des Regulierungsrahmens.

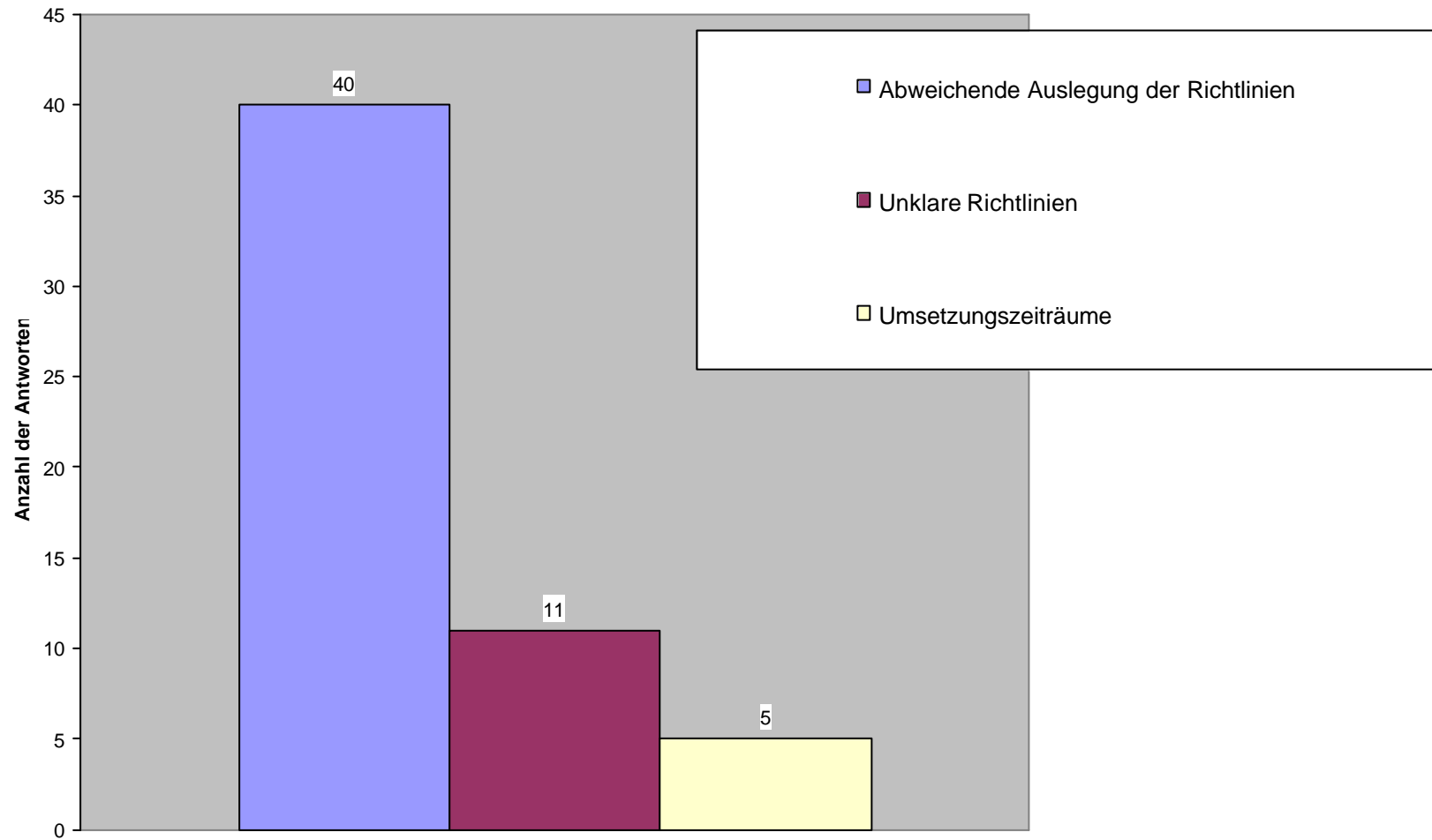
*Einheitliche Europäische Regulierungsbehörde wird derzeit nicht unterstützt*



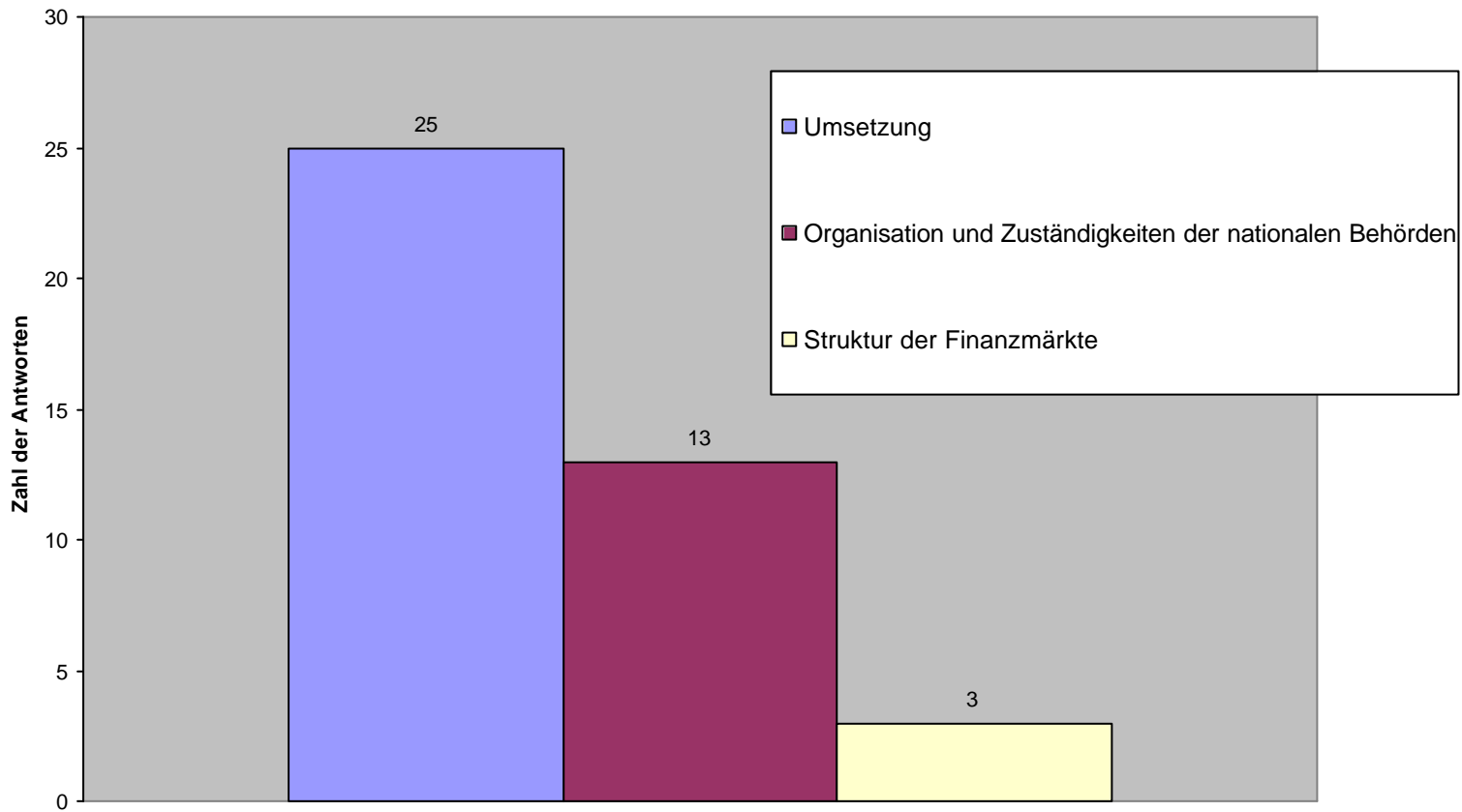
### Haupthindernisse, die einem integrierten europäischen Wertpapiermarkt entgegenstehen



### Gründe für nicht konsistente Umsetzung



## Hauptbesorgnisse



## ANHANG 4: JÜNGSTE AKADEMISCHE ARBEITEN AUF DEM GEBIET DER ZUSAMMENHÄNGE ZWISCHEN GRÖSSE UND WACHSTUM DER FINANZMÄRKTE UND DEM WACHSTUM DES ERTRAGES

Im letzten Jahrhundert wurden zahlreiche wirtschaftswissenschaftliche Werke abgefaßt, wie z.B. von renommierten Wirtschaftswissenschaftlern wie Joseph A. Schumpeter, die übereinstimmend den positiven Einfluss des Ausbaus des Finanzsektors eines Landes auf das Niveau und die Wachstumsrate des Pro-Kopf-Einkommens hervorgehoben haben. Einige Akademiker haben diese Schlussfolgerung jedoch mit der Begründung in Frage gestellt, dass die Richtung der Kausalität nicht bewiesen wurde.

In den 90er Jahren wurde dieser Frage verstärkte Aufmerksamkeit gewidmet, und es wurde noch mehr theoretische Literatur publiziert. Dabei wurde versucht, von dem traditionellen Schwerpunkt der Bankfinanzierung auszugehen, indem die möglichen Verbindungen zwischen den Aktienmärkten und langfristigem Wachstum analysiert wurden. Beispielsweise wurden Liquiditäts- und Risikomodelle konzipiert, die zeigen, dass grössere internationale Risiken, die durch international integrierte Aktienmärkte getragen werden, zu einer beschleunigten Produktivitätssteigerung führen, indem sichere Portfolios mit niedrigen Erträgen in alternative Portfolios mit hohen Erträgen umgewandelt werden.

Bis vor kurzem gab es nur wenige empirische Beweise, die die theoretischen Prognosen dieser Modelle unterlegten. Die Erkenntnisse in drei unlängst vorgelegten Arbeitspapieren, auf die nachfolgend kurz eingegangen wird, beleuchten diese Frage jedoch, indem sie unter Zugrundelegung neuer Methoden die Gültigkeit der positiven Prognosen der theoretischen Modelle unter Beweis stellen.

**Rajan und Zingales (1998)\*** konzentrieren sich - um die Debatte über die entgegengesetzte Kausalität zu umgehen - auf den theoretischen Mechanismus, mittels dessen die finanzielle Entwicklung das Wirtschaftswachstum beeinflusst. Insbesondere argumentieren sie, dass den theoretischen Modellen zufolge die finanzielle Entwicklung unverhältnismässig den Unternehmen bzw. Branchen zu Gute kommen dürfte, deren Wachstum typischerweise von der Aussenfinanzierung abhängt. Um diese Hypothese zu untermauern, nehmen sie eine grosse Querschnittsanalyse von Branchen und Ländern vor, um zu prüfen, ob die Branchen, die stärker von der Aussenfinanzierung abhängen, in den Ländern relativ schneller wachsen, deren Finanzsektor besser ausgebaut ist. Ihre empirischen Erkenntnisse legen nahe, dass die *ex ante*-Entwicklung von Finanzmärkten das *ex post*-Wachstum von Sektoren erheblich erleichtert, die von der Aussenfinanzierung abhängen.

---

\* **Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales.** "Financial Dependence and Growth". *American Economic Review* Nr. 88, S. 559-586, Juni 1998.



Die Ergebnisse legen auch nahe, dass die Entwicklung des Finanzsektors bei der Förderung neuer Unternehmen eine ganz besonders positive Rolle spielen kann. Wenn diese Unternehmen also in unverhältnismäßig hohem Maße die Quelle von Ideen sind, kann die finanzielle Entwicklung die Innovationen noch steigern und folglich das Wachstum auf indirekte Art und Weise erhöhen. Diese Erkenntnis trifft vor allem auf die Neue Wirtschaft zu und zeigt, wie wichtig es ist, angemessen entwickelte Risikokapitalmärkte zu haben.

Die Ergebnisse zeigen auch Auswirkungen im Handelsbereich. Die Existenz eines gut entwickelten Finanzmarktes stellt eine Quelle für einen komparativen Vorteil für das Land (bzw. die Gruppe von Ländern) bei den Branchen dar, die stärker von der Aussenfinanzierung abhängen.

**Levine und Zervos (1998)**\* fragen, ob gut funktionierende Aktienmärkte das langfristige Wirtschaftswachstum fördern. In ihrem Arbeitspapier wird empirisch geprüft, ob Maßnahmen zur Steigerung der Liquidität, des Umfangs, der Volatilität und Integration von Aktienmärkten mit internationalen Kapitalmärkten stark mit den derzeitigen und künftigen Wirtschaftswachstumsraten, der Kapitalakkumulation, Produktivitätssteigerungen und Sparquoten korrelieren. Dazu verwenden sie Daten aus 47 Ländern für die Jahre 1976 bis 1993.

Sie finden keine Anhaltspunkte für Theorien, die behaupten, dass die Aktienmarktliquidität, die internationale Verflechtung der Kapitalmärkte oder die Volatilität der Aktienrenditen die privaten Sparquoten senken bzw. ein langfristiges Wachstum behindern könnten. Vielmehr kommen sie zu der Erkenntnis, dass die Aktienmarktliquidität - gemessen sowohl am Wert des Aktienhandels in Bezug auf die Marktgröße als auch am Wert des Handels in Bezug auf den Umfang der Wirtschaft - positiv und in erheblichem Maße mit den derzeitigen und künftigen Wirtschaftswachstumsraten, der Kapitalakkumulation und Produktivitätssteigerungen korreliert.

Überdies läßt das positive Verhältnis zwischen dem Ausbau des Finanzsektors und dem Wirtschaftswachstum vermuten, dass die finanziellen Faktoren ein integraler Bestandteil des Wachstumsprozesses sind.

**Beck, Levine, Loayza (2000)**\* konzentrieren ihre Nachforschungen nicht nur auf die direkten Auswirkungen der finanziellen Entwicklung auf das Wirtschaftswachstum, sondern auch auf dessen Auswirkungen auf die Quellen des Wirtschaftswachstums. Insbesondere prüfen sie die Konsequenzen des Ausbaus des Finanzintermediärsektors auf die Sparquoten, die physische

---

\* **Levine, Ross and Sara Zervos.** "Stock Markets, Banks and Economic Growth". *"American Economic Review"* Nr. 88, S. 537-558, Juni 1998.

\* **Beck, Thorsten, Ross Levine and Norman Loayza.** "Finance and the Sources of Growth". *"Journal of Financial Economics"* Nr. 58, S. 261-300 (2000).

Kapitalakkumulation und die Gesamtproduktivitätssteigerung. Dazu verwenden sie Daten aus 63 Ländern für den Zeitraum 1960 bis 1995.

Ihre Erkenntnisse weisen keine starke Korrelation zwischen dem Ausbau des Finanzintermediärsektors und der physischen Kapitalakkumulation oder den privaten Sparquoten nach. Allerdings untermauern sie eine solide positive Verbindung zwischen dem Ausbau des Finanzintermediärsektors und sowohl dem realen BIP-Wachstum pro Kopf als auch der Gesamtproduktivitätssteigerung. Insgesamt stimmen ihre Ergebnisse mit dem Standpunkt Schumpeters überein, dem zufolge der Finanzintermediärsektor die wirtschaftliche Entwicklung in erster Linie mittels der Beeinflussung der Gesamtproduktivitätssteigerung berührt.

## **ANHANG 5 – KOMITOLOGIEVERFAHREN DER EUROPÄISCHEN UNION**

### **Beschreibung der Verfahren für die Wahrnehmung der der Kommission übertragenen Durchführungsbefugnisse**

#### **WAS IST "KOMITOLOGIE"?**

"*Komitologie*" bezeichnet die Delegierung der Durchführungsbefugnisse vom Rat auf die Kommission zwecks Ausübung von EU-Rechtsvorschriften. Die Vertreter der Mitgliedstaaten, die in sogenannten "*Komitologieausschüssen*" zusammenkommen, helfen der Kommission, die ihr übertragenen Durchführungsbefugnisse wahrzunehmen.

Der erste Komitologie-Beschluss stammt aus dem Jahre 1987. Der neue Komitologie-Beschluss wurde am 28. Juni 1999 zwecks Umsetzung einer auf der Regierungskonferenz von 1996 verabschiedeten Erklärung angenommen. Er trat am 18. Juli 1999 in Kraft.

Der neue Komitologie-Beschluss verfolgt zwei Zielsetzungen:

- Harmonisierung und Vereinfachung der verschiedenen bestehenden Komitologie-Verfahren;
- Ausdehnung der Kontrollbefugnisse des Europäischen Parlaments zwecks Überwachung der Verwendung der Durchführungsbefugnisse durch die Kommission.

#### **DIE UNTERSCHIEDLICHEN KOMITOLOGIE-VERFAHREN**

Zur Wahrnehmung der der Kommission übertragenen Durchführungsbefugnisse legt der Ratsbeschluss drei verschiedene Verfahren fest, und zwar ein Beratungsverfahren, ein Verwaltungsverfahren und ein Regelungsverfahren.

Es werden Kriterien für die Festlegung des jeweils relevanten Verfahrens genannt. Diese basieren auf den Bedürfnissen, die mit dem Komitologie-Verfahren abgedeckt werden sollen.

Gemäß dem Ratsbeschluss soll das Regelungsverfahren für Maßnahmen von allgemeiner Tragweite verwendet werden, mit denen folgendes bewerkstelligt werden soll:

- Anwendung wesentlicher Bestimmungen von Basisrechtsakten und
- Anpassung oder Aktualisierung von nicht wesentlichen Bestimmungen von Basisrechtsakten.

## **BESCHREIBUNG DES REGELUNGSVERFAHRENS**

### **Rechtsgrundlage**

Die Vertragsbestimmungen enthalten keine direkte Grundlage für die Verwendung des Komitologie-Verfahrens. Der Rückgriff auf ein Komitologieverfahren muss auf der Grundlage eines Basisrechtsaktes erfolgen, d.h. entweder einer Verordnung oder einer Richtlinie.

Dieser Basisrechtsakt muss den Anwendungsbereich der der Kommission übertragenen Durchführungsbefugnisse festlegen.

Die an die Kommission delegierten Durchführungsbefugnisse müssen genau definiert sein. Es besteht keine Möglichkeit für eine nicht genau abgegrenzte Übertragung der Befugnisse. Überdies kann auf die Komitologie-Verfahren nicht zurückgegriffen werden, um wesentliche Bestimmungen von Basisrechtsakten abzuändern.

### **Funktionsweise des Verfahrens**

Der Basisrechtsakt muss die Einsetzung eines Komitologie-Ausschusses vorsehen, der sich aus Vertretern der Mitgliedstaaten zusammensetzt und dessen Vorsitz ein Vertreter der Kommission innehat. Das Europäische Parlament stellt keine Vertreter oder Beobachter.

Der Regelungsausschuss arbeitet wie folgt:

- Die Kommission unterbreitet dem Regelungsausschuss einen Entwurf der zu treffenden Maßnahmen.
- Der Ausschuss gibt seine Stellungnahme zu diesem Entwurf innerhalb einer bestimmten Frist ab. \*

---

\* Der Ausschuss gibt seine Stellungnahme zu dem Entwurf innerhalb einer Frist ab, die der Vorsitzende (d.h. der Kommissionsvertreter) unter Berücksichtigung der Dringlichkeit der betreffenden Frage festsetzen kann. Der Ausschuss stimmt mit qualifizierter Mehrheit im Falle von Beschlüssen ab, die der Rat auf Vorschlag der Kommission anzunehmen hat. Bei der Abstimmung im Ausschuss werden die Stimmen der Vertreter der Mitgliedstaaten gemäß der Art und Weise gewogen, die im Vertrag für die Abstimmung im Rat vorgesehen ist. Der Vorsitzende nimmt an der Abstimmung nicht teil.

- Wird der Entwurf der Maßnahmen vom Ausschuss gutgeheißen, wird dieser von der Kommission angenommen und die Maßnahmen werden verbindlich.
- Stimmt der Ausschuss dem Entwurf der Maßnahmen nicht zu, werden sie dem Rat in Form eines Kommissionsvorschlags unterbreitet.
- Der Rat stimmt innerhalb einer bestimmten Frist\* über die Annahme oder die Ablehnung des Vorschlags ab.
- Im Falle der Ablehnung durch den Rat überprüft die Kommission den Vorschlag erneut.
- Dabei kann die Kommission zwischen drei Optionen wählen: (1) So kann sie dem Rat einen geänderten Vorschlag für die Durchführungsmaßnahmen vorlegen; (2) sie kann ihren ursprünglichen Vorschlag erneut vorlegen oder (3) sie kann auf den Entwurf der Durchführungsmaßnahmen verzichten und im Rahmen ihrer Initiativbefugnisse einen Rechtsakt auf der Grundlage des Vertrages vorschlagen. In diesem Fall wird der Entwurf der Durchführungsmaßnahmen durch den Entwurf eines Rechtsaktes ersetzt, wie z.B. eine Verordnung oder eine Richtlinie.
- Nimmt der Rat weder den Entwurf der Maßnahmen an, die von der Kommission vorgeschlagen werden, noch lehnt er sie ab, erläßt die Kommission den vorgeschlagenen Durchführungsrechtsakt.

### **Rolle des Europäischen Parlaments**

Das Europäische Parlament nimmt nicht offiziell an den Arbeiten des Regelungsausschusses teil. Dennoch spielt es eine externe Überwachungsrolle.

Das Europäische Parlament ist über die Ausschussarbeiten auf dem Laufenden zu halten und hat Anspruch auf alle entsprechenden Unterlagen (Tagesordnungen, Entwurf der Maßnahmen, Abstimmungsergebnisse, Sitzungsberichte und Anwesenheitslisten).

Vertritt das Europäische Parlament die Auffassung, dass der von der Kommission vorgelegte Entwurf der Maßnahmen die im Basisrechtsakt vorgesehenen Durchführungsbefugnisse übersteigt, muss die Kommission ihren Vorschlag erneut überprüfen.

Der Rat kann in Anbetracht einer derartigen Lage gegebenenfalls über den Kommissionsvorschlag für Durchführungsmaßnahmen befinden. Ungeachtet der Haltung des Parlaments kann der Rat die vorgeschlagenen Maßnahmen annehmen. Er kann sie aber auch ablehnen, woraufhin die Kommission den

---

\* Diese Frist ist in dem Basisrechtsakt festgelegt, in dem die Einsetzung des Ausschusses vorgesehen ist. Sie darf aber keinesfalls drei Monate von der Befassung des Rates an überschreiten.

Entwurf der Maßnahmen zu überprüfen hat. Für den Fall, dass der Rat den Vorschlag weder annimmt noch ausdrücklich ablehnt, erläßt die Kommission den Entwurf der Durchführungsmaßnahmen.

## ABKÜRZUNGEN

ATS - Alternative Handelssysteme

Basel – Überarbeitung der Baseler Eigenkapitalvereinbarung

CSD - Zentrale Wertpapierverwahrstelle

ECOFIN – Rat Wirtschaft und Finanzen

ECB – Europäische Zentralbank

ECJ – Europäischer Gerichtshof

EFC - Wirtschafts- und Finanzausschuss

EMAC - Ausschuss für Wirtschaft und Währung (EP)

EP - Europäisches Parlament

ESRC – Ausschuss der EU-Wertpapierregulierungsbehörden

ESC – EU-Wertpapierausschuss

FESCO – Forum der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden  
(Forum of European Securities Commissions)

FSAP - Aktionsplan für Finanzdienstleistungen

GDP – Bruttoinlandsprodukt (BIP)

HLSS – Ausschuss Hochrangiger Beamter der Börsen- und Wertpapieraufsichtsbehörden (High Level Securities Supervisors' Committee)

IAS - Internationale Rechnungslegungsgrundsätze (International Accounting Standards)

IGC – Regierungskonferenz

ISD - Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (Investment Services Directive)

OTC - (Over The Counter)

QMV – Beschlussfassung mit qualifizierter Mehrheit (Qualified Majority Vote)

SME's – Kleinere und mittlere Unternehmen (KMU)

UCITS – Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)