

Kapitalmarktrecht (Finanzmarktrecht)

Dr. Alexander Gancz

Ziel der Lehrveranstaltung

Die weltweiten dramatischen Vorgänge der Jahre 2007 und *vorläufig* 2008/2009 sowie die geradezu panikartigen politischen Reaktionen auf *höchster* Ebene zeigen deutlich die weltweiten Interdependenzen der Finanzmärkte.

Hinzu kommt, dass sie eine zentrale Sammel- und Finanzierungsfunktion haben und damit für die entwickelte Volkswirtschaft eines sozialen Leistungsstaates unverzichtbar.

An der **Funktionsfähigkeit** der Finanzmärkte besteht daher ein breites öffentliches und privates Interesse woraus sich das **Regelungsinteresse des Staates** (der Staatengemeinschaft) aber auch **schwerwiegende Eingriffspflichten und -rechte** ergeben.

Die wesentlichen Voraussetzungen für die Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes sind Liquidität und Solvabilität der Marktteilnehmer und damit wechselseitig zusammenhängend das **Vertrauen der Investoren**.

Dieses Vertrauen fußt auf der tatsächlichen

- **Funktion des Marktes** sowie auf geeigneten
- **Anlegerschutzbestimmungen (Investorenschutz)**

Das Kapitalmarktrecht ist die Summe der rechtlichen Rahmenbedingungen, die diesen Schutzzwecken adäquat sind, die also der Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes und dem Schutz der Investoren dienen.

Das Ziel der Vorlesung liegt im Erwerb von Wissen über Notwendigkeit, Inhalt und Problematik der rechtlichen Rahmenbestimmungen für den Kapitalmarkt.

Ein Sonderthema ist die **globale Finanzmarktkrise** und die sich daraus für das Kapitalmarktrecht ergebenden Fragen.

Inhalt

1. Fundstellen des Kapitalmarktrechts	4
2. Definition des Kapitalmarktrechts	8
3. Die wirtschaftliche Funktion des Kapitalmarktes.....	8
4. Zielsetzungen des Kapitalmarktrechts	9
5. Der Begriff des „Investors“	10
6. Organisation und Problematik der Rechtssetzung des Kapitalmarktrechts.	12
7. Organisation der österreichischen Aufsichtsbehörde	16
8. Produkte der Finanzmärkte	19
9. Dienstleister der Finanzmärkte.....	29
10. Der Markt: Die Börse	33
11. Literatur	42

1. Fundstellen des Kapitalmarktrechts

Die komplexen und multikausalen Abläufe auf den globalen Finanzmärkten und die wechselseitigen Abhängigkeiten und Interdependenzen der Geschehnisse erfordern eine **spezifische Betrachtungsweise** der rechtlichen Rahmenbedingungen:

Das Kapitalmarktrecht umfaßt ungeachtet der herkömmlichen, rechtswissenschaftlich üblichen Einteilung in geschlossene Rechtsgebiete (Völkerrecht, öffentliches Recht, Privatrecht, Strafrecht etc.) sämtliche Normen, die sich auf Vorgänge am Finanzmarkt beziehen. Es stellt damit eine **einheitliche Betrachtung einer Materie** in den unterschiedlichsten Rechtsgebieten dar.

Fundstellen des Kapital- und Finanzmarktrechts

In Österreich wird (wie international üblich) von folgender

horizontaler Zuordnung

der einzelnen Rechtsquellen ausgegangen:

Banken – Versicherungen (und Pensionskassen) – Finanzkonglomerate – Wertpapierdienstleister.

(vergleiche die dieser Gliederung entsprechende Organisation der Finanzmarktaufsicht)

Die vertikale Gliederung

der Rechtsquellen orientiert sich am Stufenbau der Rechtsordnung sowie an der herkömmlichen Einteilung der Rechtsquellen. Die Natur als Materienrechtsgebiet ergibt aber auch bei dieser Einteilung Unschärfen. Wie Strafbestimmungen in gesellschaftsrechtlichen Normen enthalten sind, so finden sich auch im Öffentlichen Recht rein zivilrechtliche Bestimmungen (zB IBSG-AHG). Die folgende Tabelle soll nur beispielweise und nicht immer aktuell die einzelnen Rechtsquellen in ihrer systematischen Zuordnung zeigen, bei weiterführender Arbeit ist selbstverständlich auf die Originalquellen bzw. behelfsweise auf Internet-Informationen zurückzugreifen, (zB: <http://europa.eu.int/eur-lex>, www.fma.gv.at, www.bmj.gv.at/gesetze, www.ris.bka.gv.at, www.fma.at, www.oenb.at, etc.)

Gegenstand	Fundstelle
1. Supranationales Recht	
OECD Liberalisierungskodex	keine, OECD-Gründung BGBl 248/1961
Financial Action Task Force (FATF)	inter-governemental body (OECD)
1. 1. EU Recht (Wertpapierbereich)	
Die zentrale Richtlinie ist die M i F I D , die „Markets in Financial Instruments Directive“ (Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente), 2004/39/EG.	
Richtlinie (des Europäischen Parlaments und des Rates) über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation und Durchführungsrichtlinien (der Kommission)	2003/6/EG
Richtlinie betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist samt Durchführungs-Verordnung (der Kommission)	2003/71/EG 809/2004
Richtlinie über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten	93/6/EWG, 98/31
Richtlinie über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen	98/26/EG
1. 2. EU Recht (Bankenbereich)	
Richtlinie über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute (Bankenkoordinierungs-RL)	2000/12/EG
<i>Richtlinie 2006/49/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten (Neufassung)</i>	2006/49/EG
Richtlinie über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Banken und anderen Finanzinstituten	86/635/EWG
Richtlinie über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten	93/6/EWG
Richtlinie zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche	91/308/EWG
Richtlinie zur Änderung der Richtlinie 91/308/EG des Rates zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche	2001/97/EG
Richtlinie über Einlagensicherungssysteme	94/19/EG
Richtlinie über grenzüberschreitende Überweisungen	97/5/EG
Verordnung über grenzüberschreitende Zahlungen in Euro	2560/2001

Richtlinie über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten	2000/46/EG
1. 3. EU-Recht (Versicherungsbereich)	
Richtlinien betr. Lebensversicherung, Schadenversicherung, Kraftfahrzeug-Haftpflichtversicherung etc.	
1. 4. EU-Recht (Finanzkonglomerate)	
Richtlinie über die zusätzliche Beaufsichtigung der Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen und Wertpapierfirmen eines Finanzkonglomerates, 2002/87/EG	
2. Nationales Recht	
2. 1. Verfassungsrecht	
B-VG Art. 10 Z 5, Art 102	BGBI 1/1930, BGBI 267/1992
2. 2. Öffentliches Recht	
Nationalbankgesetz	BGBI 50/1984 idgF
Interbankmarktstärkungsgesetz-IBSG 2008 Finanzmarktstabilitätsgesetz-FinStaG (mit Änderungen ua des BWG, BörseG und FMABG)	BGBI 136/2008
Bankwesengesetz (BWG)	BGBI 532/1993 idgF.
Wertpapieraufsichtsgesetz (WAG 2007)	
Hypothekbankgesetz	dRGBI 1899, 375 vom 13. 7. 1899, BGBI 509/1974, BGBI 532/1993
Verordnung über die Einführung des Hypothekbankgesetzes und des Gesetzes über die Pfandbriefe und verwandte Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten im Lande Österreich vom 11. Nov. 1938	dRGBI 1938 I 1574
Postsparkassengesetz	obsolet
Kapitalmarktgesetz (KMG)	BGBI 625/1991, idgF
Börsegesetz	BGBI 555/1989, idgF
Depotgesetz	BGBI 424/1969, idgF
Investmentfondsgesetz	BGBI 192/1963, idgF
Beteiligungsfondsgesetz	BGBI 111/1982, idgF
Pfandbriefgesetz	RGBI 48/1874, idgF
Versicherungsaufsichtsgesetz	BGBI 569/1978, idgF
Finanzkonglomeratengesetz	BGBI I 70/2004
Finanzmarktaufsichtsgesetz und (Art. I) Finanzmarktaufsichtsbehördengesetz	BGBI I 97/2001 idgF
Wirtschaftstreuhandberufsgesetz	
Abschlussprüfungs-Qualitätssicherungsgesetz	

2. 3. Privatrecht	
Aktiengesetz	
Übernahmegesetz	BGBl I 127/1998
Aktienrückerwerbsgesetz	
ABGB	RGBl 217/1859, BGBl 275/1992 §§ 229 – 230 e, §§ 983 – 1001
Kraftloserklärungsgesetz	BGBl 86/1951
Unternehmensgesetzbuch (UGB)	Art I Handelsrechts- Änderungsgesetzes-HARÄG, BGBl I 120/2005
Wechselgesetz	BGBl 49/1955, BGBl 306/1978
Scheckgesetz	BGBl 50/1955, BGBl 343/1989
2. 4. Strafrecht	
StGB, 6. Abschnitt, strafbare Handlungen gegen fremdes Vermögen §§ 125 – 167	
Es finden sich in den unter 2. 2. – 2. 3. aufgezählten Gesetzen auch Staffbestimmungen, Insbesondere § 48 a BörseG (verbotener Insiderhandel) und § 255 AktG (Nicht-Falschinformation des Aufsichtsrates)	
2. 5. Abgabenrechtl. Vorschriften	
3. Verordnungen	
Durchführungsverordnungen des BMF, der FMA und der Bundesregierung	
4. Gesetzlich gebotene Verhaltensregeln	
Standard Compliance Code vom 17. 12. 1993 mit besonderen Bestimmungen (ergänzend) für Kapitalanlagegesellschaften Richtlinienkatalog für Emittenten zur Verhinderung des Mißbrauchs von Insiderinformationen	
Freiwillige Verhaltensregeln (soft law)	
Österreichischer Corporate Governance Kodex	
Verhaltensregeln zur Anlageberatung	
FMA-Mindeststandards	
FMA-Rundschreiben	
Richtlinien des Institutes der Wirtschaftsprüfer	

2. Definition des Kapitalmarktrechts

Die Begriffe „Kapitalmarkt“ und „Finanzmarkt“ sowie dementsprechend „Kapitalmarktrecht“ und „Finanzmarktrecht“ werden meist gleichbedeutend verwendet. Tatsächlich ist der Begriff „Finanzmarkt“ umfassender und schliesst den Begriff „Kapitalmarkt“ ein:

Der **Kapitalmarkt** ist der Markt für Finanzinstrumente, das sind in EU-richtlinienkonformer Definition Effekten und Kontrakte. (Wertpapierdienstleistungen -sh Titel der MiFID, "Markets in Financial Instruments Directive 2004").

Der **Finanzmarkt** ist der Markt für schlechthin alle Finanzdienstleistungen, miteingeschlossen zB. Versicherungsdienstleistungen (trotz des unterschiedlichen Anwendungsbereiches werden in der Folge Kapitalmarkt und Finanzmarkt gleichberechtigt verwendet).

Das Kapitalmarktrecht ist die Summe der für den Kapitalmarkt geltenden (Schutz-)Vorschriften.

3. Die wirtschaftliche Funktion des Kapitalmarktes

Eine Erörterung der Ziele des Kapitalmarktrechts bedarf zunächst der Beantwortung der Frage nach dem ökonomischen Stellenwert des Kapitalmarktes.

Die wesentlichen wirtschaftlichen Funktionen des Kapitalmarktes sind die

- **Mobilisierungsfunktion**

Der Kapitalmarkt hat jene Finanzierungsinstrumente zur Verfügung zu stellen, die nach dem jeweiligen Bedarf die volkswirtschaftlichen Ersparnisse "mobilisieren".

- **Größentransformation**

Eine Vielzahl kleiner und kleinster Anleger wird zu "Großabnehmern" (Industrie, Gebietskörperschaften. . .) geleitet.

- **Fristentransformation**

Unterschiedliche Fristigkeitserwartungen zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer werden insbesondere durch den Sekundärmarkt ausgeglichen. Diese Wirkung ist vor allem für den Teil des Kapitalmarktes unersetzbar, bei dem "ewige" Laufzeiten vorherrschen. Der Anleger hat auch bei Zurverfügungstellung des Kapitals auf

Unternehmensdauer – wie dies bei der Aktie der Fall ist – die Möglichkeit, im Wege des Sekundärmarktes seine Anlage zu liquidieren.

- **Risikotransformation**

Die mit den Veranlagungsformen am Kapitalmarkt verbundene Anlagestreuung bedingt ein für den Kapitalgeber wesentlich geringeres Risiko wie bei den Direktinvestitionen.

4. Zielsetzungen des Kapitalmarktrechts

Wegen seiner wirtschaftlichen Funktionen hat die **Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes** eine grundlegende Bedeutung für die Volkswirtschaft. Daraus erklärt sich das staatliche Interesse (*„Ziel des Gesetzgebers“*) an der Erhaltung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes.

Wesentlich für die Erreichung dieses Zieles ist ein stabiler, solventer und liquider Markt, der das Vertrauen der Investoren genießt.

Dieses Vertrauen ist ohne entsprechenden Schutz der Investoren (*„Gläubigerschutz“*) nicht denkbar.

Funktionsschutz und Gläubigerschutz stehen in wechselseitiger Abhängigkeit zueinander und können nur erreicht werden, wenn dem internationalen Standard entsprechende rechtliche Rahmenbedingungen gegeben sind. Die Anforderungen an den Gesetzgeber sind nicht eben einfach zu erfüllen.

Für die gegenwärtigen Systemkrise der Finanzmärkte sind viele Faktoren ursächlich. Es stellt sich die Frage, ob *unzureichend überwachte oder grundsätzlich unzureichende kapitalmarktrechtliche Vorschriften* zu diesen kausalen Faktoren zu zählen sind.

Die Antwort auf diese Frage wird nicht unabhängig von wirtschaftsideologischen Standpunkten gegeben werden. „Neo-Liberalismus“, „Markteffizienztheorie“, „Planwirtschaft“, „Staatskapitalismus“, „Verstaatlichung“, „Enteignung“, alle diese Schlagworte können beliebig gebraucht werden, wobei zu hoffen bleibt, dass angesichts der Katastrophe nicht grundlegende Werte unserer Gesellschaft aufgegeben werden.

5. Der Begriff des „Investors“

Vor einer allgemeinen theoretischen Auseinandersetzung mit dem Begriff des „Investorenschutzes“ soll versucht werden, das Schutzobjekt, das Ziel aller Maßnahmen, denjenigen, dessen *Vertrauen* an die Funktionsfähigkeit der Märkte angeblich so unentbehrlich ist, kurz, den „*Investor*“, zu beschreiben.

Dies ist nicht einfach, da der Begriff vielschichtig ist.

Daraus ergeben sich schwerwiegende Interessenkonflikte. Beispielhaft für den Interessenkonflikt sind die in der globalen Krise 07/08/09 verwendeten – allerdings politischen und damit pararechtlichen – Aussagen, aus denen das Ziel der gesetzten Maßnahmen oft nur unklar zu erkennen ist.

- Wird den Finanzinstituten geholfen („Bankenrettung“) oder deren Kunden?
- Kann man den Kunden nur helfen, wenn man zuerst den (möglicherweise an der Krise zumindestens teilschuldigen) Banken hilft?
- Stellt die Hilfe für die Banken Subventionspolitik dar, die bis zur an sich abzulehnenden Bestandgarantie führt?
- Für welchen Anlaß werden die Haftungen übernommen? Zur Aufrechterhaltung des laufenden Geschäftes (Vermeidung eines „Run“) oder bloß im Insolvenzfall des Finanzdienstleistungsunternehmens ?

Ist es „Investorenschutz“, wenn die öffentlichen Haushalte und die Zentralbanken zunächst die Schadensverursacher (wenn nicht Schuldigen) retten, nur um sie in der Folge damit betrauen zu können, den entstandenen Schaden zumindest zu verringern?

Eignet sich der Begriff „Investor“ wegen seiner inhaltlichen Vieldeutigkeit ausgezeichnet für metaökonomische Aussagen und Diskussionsbeiträge, so wird die Sache nicht klarer, wenn die subjektiven Motive des Investors mitberücksichtigt werden sollen.

- Ist jede kurzfristige Anlage schon Investition und/oder schon Spekulation?
- Wie behandelt man in der Krise Leerverkäufe? Handelt es sich bei ihnen um (schützenswerte) Kapitalmarkttransaktionen eines Investors?

In den finanzmarktrechtlichen Rahmenbedingungen, finden sich jedenfalls unterschiedliche Bezeichnungen des Schutzobjektes:

Rechtsquelle	Bezeichnung des Investors
BWG	Gläubiger, Investor, Sponsor, Originator, Verbraucher, Einleger („Einlegerschutz“), Anleger („Anlegerschutz“)
VAG	Versicherte
PKG	Anwartschaftsberechtigte
KMG	Anleger, qualifizierter Anleger
WAG	Kunde, professioneller K. , Privatkunde
BörseG	Anlagesuchendes Publikum
InvFG	Kunde, Käufer, Anteilinhaber
ImmoInvFG	Anteilinhaber, Anleger
KSchG	Verbraucher

Investoren können *shareholder* sein, stammen aber mit Sicherheit aus dem Kreis der *internen oder externen stakeholder*; weiter kann zwischen **direktem** Geldgeber (typisch: der Sparer, der Inhaber eines Gehaltskontos) und **indirektem** Geldgeber (typisch: der Versicherte, der Pensionsbezieher) unterschieden werden.

Kapitalmarktrechtlich relevant ist jedenfalls die Unterscheidung zwischen *institutionellen Investoren* (Zwischenbankverkehr, Versicherungen, Pensionskassen), sonstigen „*qualifizierten Anlegern*“ und *sonstigen Anlegern*.

Der Kundenbegriff im Einlagengeschäft kann sowohl **passivseitig** (Einleger) als auch **aktivseitig** (Kreditnehmer) zur Anwendung gelangen, ein

Anleger im Wertpapiergeschäft kann Verbraucher i. S. des KSchG sein oder nicht.

Wenn somit Maßnahmen „zum Schutz der Investoren“ durchgeführt werden, sollten die mit der Umschreibung des Schutzobjektes „Investor“ verbundenen Zielkonflikte erkannt und berücksichtigt werden. Erhebliche *politische Risiken* können aus einer Vermischung oder unpräzisen Umschreibung der Schutzobjekte erwachsen (...der „Steuerzahler“ muß die „Kapitalisten“ unterstützen“, „...Privatisierung der Gewinne, Sozialisierung der Verluste“).

6. Organisation und Problematik der Rechtssetzung des Kapitalmarktrechts

Das Bank-, Versicherungs- und Wertpapierrecht stellt den öffentlich-rechtlichen Kernbereich des Finanzmarktrechtes dar.

1989 hat Heinz-Dieter Assmann in seinem Aufsatz „Kapitalmarktrecht-Zur Formation eines Rechtsgebietes in der vierzigjährigen Rechtsentwicklung der Bundesrepublik Deutschland“ festgestellt, dass „sich das Kapitalmarktrecht weder in Lehrplänen für die rechtswissenschaftliche Ausbildung noch in den Verzeichnissen juristischer Verlagszeugnisse findet.“

1992 findet sich unter diesem Titel erstmalig eine Lehrveranstaltung an der WU-Wien. 2009 verweist eine herkömmliche Suchmaschine auf 231. 000 deutschsprachige Fundstellen.

Derzeit stellt sich das Finanzmarktrecht als eine quantitativ und qualitativ explodierende Ansammlung unterschiedlichster Empfehlungen („*soft law*“), Prinzipien und verbindlicher Normen dar, die nur durch ihre Zielsetzungen geeint sind, die Funktionsfähigkeit und Stabilität der Finanzmärkte zu verbessern bzw. zu erhalten.

Angesichts der globalen Krise 2007/08/09 stellt sich naturgemäß die Frage nach Schwachstellen in den rechtlichen Rahmenbedingungen für die Finanzmärkte und/oder Fehlern der Aufsichtsbehörden.

Die Kernfrage in diesem Zusammenhang kann nicht wertfrei beantwortet werden: Zeigt die Krise, dass rechtliche Rahmenbedingungen keinen präventiven Charakter haben, oder waren die gegebenen Vorschriften nur ungenügend.

Bei einer *juridischen* ex post Betrachtung (ökonomische oder psychologische Betrachtungen werden eine Vielzahl anderer krisenrelevanter Faktoren zu Tage fördern) findet man jedenfalls auch die Schwachstellen der monopolistisch agierenden Ratingagenturen und der weltweit agierenden Prüfungsfirmen mit ihrer finanziellen Abhängigkeit von den Prüfungsaufträgen, die beinahe lückenlose behördliche Akzeptanz von off-shore Konstruktionen etc.

Wurden auf mikroökonomischer Ebene auch geringe Störungen zum Anlaß hitziger Diskussionen samt Schuldzuweisungen, Organisationsänderungen und Änderungen von

Rechtsvorschriften, so blieben makroökonomische Risikohinweise weitestgehend unbeachtet.

Ab 1981 wies die OECD auf den Umstand hin, dass sich die Finanzmärkte immer mehr von den realen Märkten lösten, rasant praktisch begrenzungslos wuchsen und mit ihnen natürlich auch das Schadenspotential.

Bei dem von permanentem Wachstum abhängigen, vor allem im angloamerikanischen Bereich gepflegten oder im angloamerikanischen Einfluß stehenden Systemen muss zur Erhaltung der Stabilität der Märkte eine permanente und zunehmende Nachfragesteigerung erfolgen. Herr Ponzi ist offenbar unerkannt durch die Vorstandsetagen geschlichen, mit umsatzbeteiligten Berufs-Glückspielern als „Brandbeschleuniger“ im Schlepptau.

Natürlich wurde das Faktum, dass nur ein Teil der systemimmanent notwendigen Steigerung durch Erschließung neuer geographischer (China) und inhaltlicher (Altersvorsorge) Märkte erzielt werden kann, erkannt. Es wurde darauf aber keine andere Antwort gefunden, als aus Angst vor einer systematischen Krise und im Wissen über deren möglichen katastrophalen Folgen zahlreiche internationale Gremien zu schaffen oder mit einer entsprechenden Aufgabenstellung zu betrauen.

Eine zentrale Rolle in der *Krisenfrüherkennung und Gegensteuerung* kommt dem *IMF und FSAP Programm* zu. Aber auch andere Gremien haben zentrale Steuerungsfunktionen: Das G7 Financial Stability Forum, G-10-BIS (Basler Ausschuß für Bankenaufsicht) und die IOSCO (CESR) sind die bekanntesten (zuständig für makroökonomische und systematisch relevante Beobachtungen ist natürlich auch die EZB).

Diese Gremien arbeiten Empfehlungen („Standards“, „Principles“) an die nationale bzw. EU-Legislative aus, deren jeweilige rechtzeitige und lückenlose Umsetzung durch die Einzelstaaten schon aus Gründen der Einsicht („Wettbewerbsneutralität“) geboten ist. Trotz der plakatierten „*Deregulierung*“ wurden in diesem System immer mehr und immer *kasuistischer* werdende Normen produziert.

Es ist jedoch ein nur scheinbares Paradoxon, dass eine zunehmend liberale Wirtschaftsordnung gleichermaßen wachsende Rahmenbedingungen erforderlich macht. Der Ausdruck „*Deregulierung*“ der 19achtziger Jahre beschränkt sich längst auf die Freiheit des Marktzuganges und könnte damit missverstanden werden.

Mit *Deregulierung* allein kann daher schwerlich die Systemkrise 2007/08/09 erklärt werden. Schon eher damit, dass sich die überbürokratisierte „*Re-Regulierung*“ auf die mikroökonomische Ebene einzelner Banken beschränkte und die internationalen makroökonomisch relevanten Kapitalmarktaktivitäten in ihrer Sprengkraft unerkannt blieben.

Die homogene Natur der dem Finanzmarktrecht zugrunde liegenden wirtschaftlichen Vorgänge und deren institutionalisierte und standardisierte Entwicklung (insbes. Börsen- und Effektengeschäfte) im Einklang mit der Entwicklung der Informationstechnologie haben global aber vor allem innerhalb der EU zu einem außergewöhnlich hohen Harmonisierungsgrad geführt. Dies führt jedoch zu einem „Verstärkereffekt“ von auf mangelhaften Normen beruhenden Krisen. Selbst wenn ein Land restriktive und risikoaverse Rahmenbedingungen schafft, wird allein aus Gründen des freien und gleichen Marktzuanges eine „competition in laxity“ die Folge sein. Die Entwicklung des österreichischen Investmentfondsrechts gibt dazu ein gutes Beispiel.

Jedenfalls betreibt die Kommission seit Anfang 2000 einen Aktionsplan zum Aufbau eines europäischen Finanzbinnenmarkts.

Die drei großen inhaltlichen Aktionsfelder sind der Banken-, der Versicherungs- und der Wertpapierbereich (inklusive Investmentfonds und Börse). Die sich im Einzelfall auch überschneiden könnenden Normen können den jeweiligen Bereichen zugeordnet werden. Die EU-Ausschusstruktur folgt diesem Einteilungskriterium.

- Rat und Parlament regeln in Richtlinien und Verordnungen nur mehr Grundsatzfragen und Durchführungsbefugnisse (Stufe 1).
- Eine Kommission aus den zuständigen EU-Ausschüssen und Marktteilnehmern erlässt Durchführungsrichtlinien und Durchführungsverordnungen (Stufe 2).
- Ausschüsse der Aufsichtsbehörden legen Standards und „guidelines“ fest (Stufe 3).
- Die Kommission überprüft letztlich die Umsetzung der Richtlinien (Stufe 4).

	<i>Banken</i>	<i>Versicherungen</i>	<i>Wertpapier/Börse</i>
Stufe 1	Rat und Parlament	Rat und Parlament	Rat und Parlament
Stufe 2	Europäischer Bankenausschuss, EBC 2004/10/EG	Europäischer Ausschuss f. d. Ver- sicherungswesen u. d. betriebliche Altersversorgung, EIOPC 2004/9/EG	Europäischer Wertpapierausschuss, ESC, 2001/527/EG idF 2004/8/EG
Stufe 3	Ausschuss d. europäischen Bankaufsichtsbehörden, CEBS 2004/5/EG	Ausschuss d. europäischen Aufsichtsbehörden f. d. Versicherungs- wesen und die betriebliche Altersver- sorgung, CEIOPS 2004/6/EG	Ausschuss d. europäischen Wertpapierregulierungsbeh örde, CESR, 2004/7/EG

Es ist fraglich, ob die derzeitigen Strukturen nicht nur einen Zwischenschritt darstellen können.

Die erhofften Verbesserungen durch die geänderte Aufbau- und Ablauforganisation der Rechtssetzung auf dem Gebiete des Kapitalmarktrechts können (wenn überhaupt) nur auf dieser Ebene wirksam werden. Inhaltlich stösst die EU bald an die Grenze ihrer legislativen Autonomie, sobald die anglo-amerikanischen Impulse noch stärker werden (*besonders heikel: die importierten Rechnungslegungsvorschriften IFRS*). Daran wird auch der Umstand nichts ändern können, dass in den internationalen „Empfehlungsgremien“ meist die gleichen Vertreter wie in den EU-Ausschüssen und in weiterer Folge in der nationalen Umsetzungslegislative sitzen.

Das Problem ist offenkundig:

„Grenzenlos“ und „Off-shore“ tätige Finanzkonzerne mit komplexen Strukturen werden von einer Vielzahl lokaler (nationaler) Behörden „überwacht“. Die nationalen Behörden sind unterschiedlich organisiert und werden im Rahmen äußerst unterschiedlicher Verfassungs- und Verfahrensnormen innerhalb unterschiedlicher zivilrechtlicher Haftungsmaßstäbe tätig. Auch operieren sie im Rahmen höchst unterschiedlicher öffentlicher Erwartungen und Kritik.

Besonders deutlich sind diese Unterschiede im Vergleich zum angloamerikanischen Rechtsraum.

Monopolistische Ratingagenturen und nur wenige „große“ WP-Gesellschaften, die beide zu den geprüften Unternehmen in einer wechselseitigen finanziellen Abhängigkeit stehen, erleichtern die Situation keineswegs.

Es kann daher nicht verwundern, dass auch im Zuge der jetzigen bisher schwersten Krise der Finanzmärkte der Ruf nach einer „einzigen Aufsichtsbehörde“ laut wird. Ob dieses Ziel in absehbarer Zeit auch nur partiell erreicht werden kann, bleibt dahingestellt.

7. Organisation der österreichischen Aufsichtsbehörde

Finanzmarktaufsichtsbehörde-FMA

Rechtsquelle:

Finanzmarktaufsichtsbehördengesetz(FMABG), das ist der Art I des BG, BGBINr I 97/2001(Finanzmarktaufsichtsgesetz – FMG) i. d. g. F.

Aufgabe und Gliederung:

Durchführung der behördlichen Bankenaufsicht (außerbehördliche Aufsicht insbesondere Prüftätigkeit in der Kompetenz der OeNB), Versicherungs-und Pensionskassenaufsicht, Wertpapier(- und Börsen)aufsicht sowie der Aufsicht über Finanzkonglomerate (Integrierte Aufsicht) als sogenannter „single regulator “ (mit der Einschränkung der Zuständigkeiten der OeNB für die Bankenaufsicht).

Die FMA ist entsprechend diesen Aufgaben in vier operationelle Bereiche (und einen internen Bereich) gegliedert.

Die FMA hat jene behördlichen Aufgaben und Befugnisse wahrzunehmen, die ihr in den einzelnen, den jeweiligen Bereichen zuordenbaren Materiengesetzen (insbes. BWG, VAG, WAG und FKG) zugewiesen sind.

Nach dem verfassungsrechtlichen Legalitätsprinzip dürfen behördliche Aufgaben und Befugnisse als Teil der staatlichen Verwaltung nur auf Grund der Gesetze ausgeübt werden, die ihrerseits wieder ausreichend determiniert zu sein haben.

Grundsätzlich gilt, dass der Staat nur darf, wozu ihn die Rechtsordnung ermächtigt, wogegen der Bürger zu allem berechtigt ist, was ihm die Rechtsordnung nicht verbietet.

Angesichts einer rasant wachsenden Komplexität des zu beaufsichtigenden Wirtschaftslebens und ebenso rasant wachsender Schadenspotentiale schwindet die „Achtung“ vor dem Legalitätsprinzip, unter politischem Druck und Druck der Medien („scandal driven“) werden vom Gesetzgeber „vorausseilend Determinierung der Gesetze“ und vom Vollzug „vorausschauende Effizienz“ erwartet.

Bedingt durch die Notwendigkeiten, die internationale Vernetzung der Märkte, der rechtlichen Rahmenbedingungen und der Aufsichtsbehörden kommt es zwangsläufig zu einer zunehmenden inhaltlichen und verfahrensmässigen Rezeption aus andersgearteten Rechtssystemen.

Diese Entwicklung zeigt sich bereits bei den verschiedenen Materiengesetzen.

Bankenaufsicht:

Die im Kern seit 1934 bestehende „ältere“ Rechtsvorschrift des BWG definiert „Aufsicht“ (ungeachtet seither ergangener zahlloser Änderungen) noch immer als „Überwachung der Einhaltung der Vorschriften“. Die Bankenaufsicht ist daher (noch!) als „Rechtsaufsicht“ ausgestaltet.

Versicherungsaufsicht:

Das aus 1979 stammende VAG geht bereits weiter. Die darin enthaltenen Befugnisse der Behörde, unmittelbar in die Geschäftsgebarung eines Versicherungsunternehmens einzugreifen, werden als Merkmal einer „materiellen Staatsaufsicht“ gesehen.

Wertpapieraufsicht:

Mit dem WAG 96 und 2007 entfallen weitere gesetzliche Determinierungen behördlichen Handelns. Die FMA ist u. a. berechtigt, „jene Massnahmen zu ergreifen, die erforderlich sind, um die Ordnungsmässigkeit und Fairness des Handels (mit Wertpapieren und Kontrakten) ... sichern zu können“.

Aufsicht über Finanzkonglomerate:

Verfassungsrechtlich bedenklich weit erscheint die Befugnis der FMA nach dem aus 2004 stammenden FKG „jede Aufsichtsmaßnahme zu ergreifen, die sie für erforderlich hält ...“ Die Grenzen dieses behördlichen Handelns (bzw. Unterlassens) müssen in der Folge aus den allgemeinen Zielsetzungen der Norm interpretativ gewonnen werden.

Die (behördliche) Aufsicht auf dem Gebiete der Finanzmärkte hat sich bereits von einer ursprünglich nur „schützenden“ („polizeilichen“) zu einer die Funktionsfähigkeit des Marktes zu sichernden Wirtschaftsaufsicht entwickelt. Aus Angst vor Krisen tendiert die Politik nach Skandalen immer mehr zu einer zumindest partiell „gestaltenden“ („wirtschaftslenkenden“) Aufsicht ergeben.

Organisationsform:

Anstalt des öffentlichen Rechts mit eigener Rechtspersönlichkeit

Weisungsfreiheit:

Die FMA ist gem. Verfassungsbestimmung in Ausübung ihres Amtes an keine Weisungen gebunden.

Die Aufsicht des BMF über die FMA geht aber über formale Informationsrechte (Auskünfte einzuholen bzw. Informationen über Konzessionsanträge und über Verordnungen der FMA

zu erhalten) hinaus und greift in die materielle Geschäftstätigkeit der FMA ein, das FMABG ist in diesem Punkt *verfassungsrechtlich bedenklich*.

Die Weisungsfreiheit steht *de iure* im verfassungsrechtlichen Spannungsverhältnis zu Eingriffsrechten des BMF (Zustimmungsrecht bei einzelnen Durchführungsverordnungen der FMA, Vorschreibung von Prüfungshandlungen).

Im Spannungsverhältnis zur stipulierten Weisungsfreiheit *de facto* (verfassungsrechtlich aber unbedenklich) stehen die kurze Bestellungsperiode, der gesamte Bestellungsmodus des Vorstandes (sh. Öffentliche Diskussionen 2007) sowie die tatsächliche bzw. arrogierte politische und *rechtliche* Verantwortung (Amtshaftung) des Finanzministers.

Organe der FMA:

Vorstand: Zwei Mitglieder, Funktionsperiode 5 Jahre (erstmalige Bestellung auf 3 Jahre), Ernennung durch den Bundespräsidenten auf Vorschlag der Bundesregierung auf Grund einer Ausschreibung und "Namhaftmachung" durch den BMF (ein Mitglied) und die OeNB (weiteres Mitglied)

Aufsichtsrat: Acht Mitglieder, hievon zwei von der Wirtschaftskammer Österreich kooptierte ohne Stimmrecht und drei von der OeNB "namhaft" gemachte Mitglieder.

Wesentliche Aufgabe ist die Überwachung der Leitung und Geschäftsführung der FMA sowie die Ernennung der Mitglieder der "2". Führungsebene.

Finanzmarktkomitee:

Aufgabe ist die Förderung der Zusammenarbeit und des Meinungsaustausches zwischen den für die Finanzmarktstabilität mitverantwortlichen Institutionen, d. s. It. Gesetz FMA, OeNB, und ein "Legist" des BMF.

Kosten der FMA:

Die Kosten der Aufsicht sind von den der Aufsicht unterliegenden nat. und jur. Personen zu tragen. Abzuziehen sind ein fester Beitrag des Bundes idH. v. 3, 5 Mio € sowie bestimmte Bewilligungsgebühren. Die Kostenzurechnung und-aufteilung erfolgt nach 4 Rechnungskreisen (Banken-, Versicherungs-, Wertpapier- und Pensionskassenaufsicht)

Verfahren:

Die FMA ist Vollzugs-, Straf- und Vollstreckungsbehörde. Sie wendet die allgemeinen Verwaltungsverfahrensgesetz an (AVG, VStG), ihre Bescheide unterliegen-ausgenommen Strafbescheide- keinem ordentlichen Rechtsmittel.

Verordnungen der FMA sind im Bundesgesetzblatt kundzumachen. Gegen Entscheidungen des UVS kann auch die FMA Beschwerde an den VwGH erheben.

Haftung:

Fügen Organe eines Rechtsträgers (Bund, Länder, Gemeinden, sonstige Körperschaften und Anstalten des öffentlichen Rechts) einem Dritten in Vollzug der Gesetze („hoheitliches Handeln“) schuldhaft und rechtswidrig einen Schaden zu, so haftet dem Geschädigten gegenüber der Rechtsträger (Amtshaftung). Dieser Grundsatz entspricht dem Art. 23 des Bundes-Verfassungsgesetzes.

Durch eine mit dem IBSG durchgeführte Änderung des FMABG wurde dieser Grundsatz insoweit durchbrochen, als der durch das Organ zugefügte Schaden für den Investor *ersatzausschließend* (und von der Wortwahl missverständlich) definiert wurde.

Wegen der gewählten Form und des Zeitpunkts wäre diese Norm nicht allein aus verfassungsrechtlicher Sicht diskussionswürdig.

8. Produkte der Finanzmärkte

8.1. Finanzinstrumente

Die zentrale Europäische Rechtsquelle ist die

Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, 2004/39/EG, MiFID.

Die Umsetzung der MiFID erfolgte durch das

Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (WAG 2007).

Wie bereits aus dem Titel ableitbar, sind die Zielsetzungen der MiFID auf die Märkte für **Finanzinstrumente** gerichtet. Auf den Kapitalmärkten soll der Wettbewerb zwischen den Handelsplätzen verbessert und damit eine Reduzierung der Transaktionskosten erzielt werden (Funktionsfähigkeit des Marktes).

Auch sollen der Anlegerschutz und die Markttransparenz verbessert werden.

Die MiFID und in weiterer Folge das WAG geben somit
dem Handel mit Finanzinstrumenten („Wertpapierdienstleistungen“)
einen ordnungspolitischen Rahmen.

Die wesentlichen Inhalte des WAG betreffen daher „Wertpapierdienstleistungen“ und beinhalten

- organisatorische Erfordernisse (insbes. Berichtswesen, Compliance, IR und IKS),
- Regeln für die Geschäftstätigkeit (2 Kundengruppen mit unterschiedlichem Schutz, genaues Kundenprofil),
- Transparenzregeln,
- Bestimmungen über grenzüberschreitende Geschäfte, Filialen etc.

Anstelle einer Definition oder auch nur praxisbezogener Gliederung werden in den europäischen und österreichischen Rechtsquellen die „Finanzinstrumente“ kasuistisch und scheinbar taxativ aufgezählt. Dies birgt vor allem wegen der sich ständig ändernden Angebote unter den unterschiedlichsten, juridisch bisweilen unkorrekten Bezeichnungen, die Gefahr der „Verwirrung“ der Investoren, angesichts der Zielsetzung der Rechtsquellen kontraproduktiv.

Die wichtigsten Finanzinstrumente sind nach dem WAG 2007 (auf der Basis der MiFID)

- Übertragbare(??) Wertpapiere, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, ausgenommen Zahlungsmittel (demonstrativ nach dem WAG: Aktien und andere Anteile an Personengesellschaften, soweit die Aktien vergleichbar sind, Schuldverschreibungen einschließlich Zertifikaten, ...);
- Geldmarktinstrumente, wie (demonstrativ) Schatzanweisungen, CoD's, CP's, ausgenommen Zahlungsmittel;
- Anteile an Kapitalanlage- und Immobilienfonds und
- Finanz-und Warenterminkontrakte (zusammengefasst).

Eine allgemeinere aber auch umfassendere Definition der Finanzinstrumente findet sich in den internationalen Bilanzierungsgrundsätzen der IFRS (International Financial Reporting Standards):

„A financial instrument is any contract that gives rise to a financial asset of one entity and a financial liability or equity instrument of another entity“ .

Mit dieser vor allem aus den Gesichtspunkten der Bilanzierung und Bewertung erfolgten Definition sind jedenfalls finanzielle Vermögenswerte (financial asset, Geldforderungen

– vgl. § 985 abGB), finanzielle Verbindlichkeiten (financial liability) und eigentumsbezogene Rechte (equity instrument) praxisbezogen erfasst.

8.2. Wertpapiere

Das „Wertpapier“ ist sowohl im KapitalmarktG als auch im WAG (dort als eines der Finanzinstrumente bezeichnet) wesentliche Anknüpfungsmoment.

Eine Legaldefinition von Wertpapieren findet sich jedoch nirgends. Sowohl die europäische als auch die österreichische Rechtsordnung setzen offenbar die Kenntnis des Begriffs „Wertpapier“ voraus.

Allgemein anerkannt sind folgende Merkmale eines Wertpapiers:

- Die **Verbriefung (Titrierung)**, ein Vorgang, der ein „unkörperliches“ („unsichtbares“) Recht untrennbar mit einer „Sache“ (Urkunde) verbindet. Der *contrarius actus*, womit das Recht wieder von der Sache gelöst wird, ist die „Amortisation“ (Kraftloserklärung).
- Die **Fungibilität**, das heisst, die Urkunde muss eine bewegliche und vertretbare (fungible) Sache sein.
- Die **Abstraktheit**, das heisst, mit der **Innehabung** (bzw. Namen) der Urkunde gelten Inhalt und Bestand des verbrieften Rechts wie in der Urkunde beschrieben als gegeben (abstraktes Recht). Einreden aus dem Grundgeschäft sind nicht zulässig.

Die im Laufe vieler Jahrzehnte entwickelten zivilrechtlichen Merkmale eines Wertpapiers haben in ihrer praktischen Anwendung gegen Ende der 1980er Jahre zu einer Entwicklung geführt, die „Securitisation“ genannt wird.

Die zivilrechtlichen Merkmale der Wertpapiere waren die entscheidende Voraussetzung für die Entwicklung der globalen und computerisierten Finanzmärkte, wie wir sie heute vorfinden:

De facto ermöglichte die Anwendung sachenrechtlicher Grundsätze auf die Weitergabe von Rechten (im Zusammenhang mit der Entwicklung der Informationstechnologie) erst die globalen Finanzmärkte, wie wir sie heute kennen.

De iure ist die durch die Abstraktheit gegebene Rechtssicherheit unabdingbare Voraussetzung dieser Entwicklung.

Bei Forderungswertpapieren wird die Stellung des Gläubigers verbessert, aber auch der Schuldner genießt den Vorteil, Sicherheit über die Person des Gläubigers zu haben (Problem der „Zahlung mit schuldbefreiender Wirkung“). Es kann dem Gläubiger gleichgültig sein, ob der Inhaber des Wertpapiers der wahre Berechtigte oder bloß ein Scheinberechtigter ist.

Die Rechtssicherheit ist Voraussetzung der Umlauffähigkeit. Die Umlauffähigkeit ihrerseits ermöglicht es, Forderungen in großer Menge zu handeln, ohne die einzelne Forderung kontrollieren zu müssen.

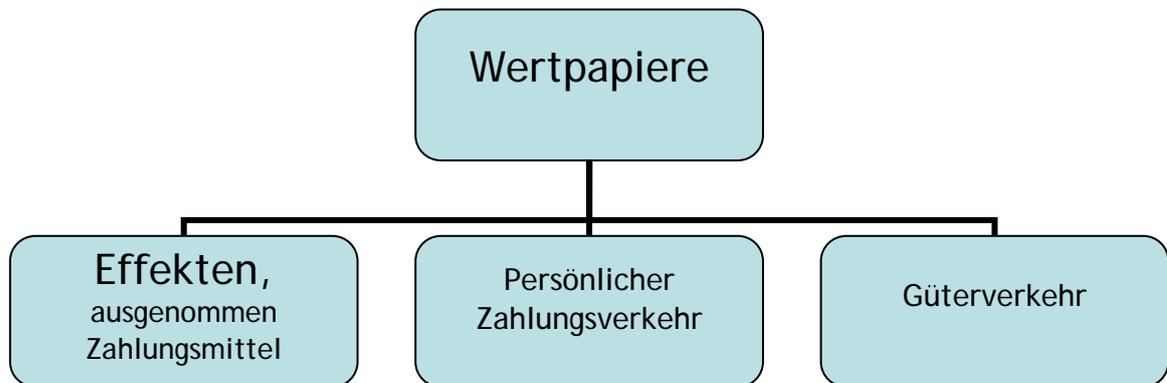
So etwa erfordert es das dem Forderungswertpapieren vergleichbare „gewöhnliche Kreditverhältnis“ (kaufmännische Sorgfaltspflicht bzw. bei Kreditinstitute expliziter Gesetzesbefehl nach dem BWG), daß der Gläubiger den Schuldner persönlich kennt (und sich eine Vorstellung von seiner Bonität macht).

Durch die Grundsätze des Wertpapierrechts kann aber das persönliche Naheverhältnis der Beziehung zwischen Gläubiger und Schuldner bzw. Unternehmen und Eigentümer in den Hintergrund treten. Dadurch wiederum wird es erst möglich, daß von einem großen Personenkreis im großen Umfang mit Rechten gehandelt wird (Liquidität, Marktbreite).

8.3. Wertpapiere des Kapitalmarktes(Effekten)

Es gibt zahlreiche Einteilungskriterien für Wertpapiere.

Die folgende Graphik zeigt die Einteilung entsprechend der wirtschaftlichen Funktion:



Als Finanzinstrument gelten nach dem WAG nur jene Wertpapiere, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können.

Diese Wertpapiere werden nach ihrer wirtschaftlichen Funktion „Effekten“ genannt.

Wertpapiere des persönlichen Zahlungsverkehrs (Wechsel, Scheck) und Wertpapiere des Güterverkehrs (Frachtbrief) sind KEINE Wertpapiere im Sinne des KMG und des WAG.

8.4. Einteilungskriterien für Effekten

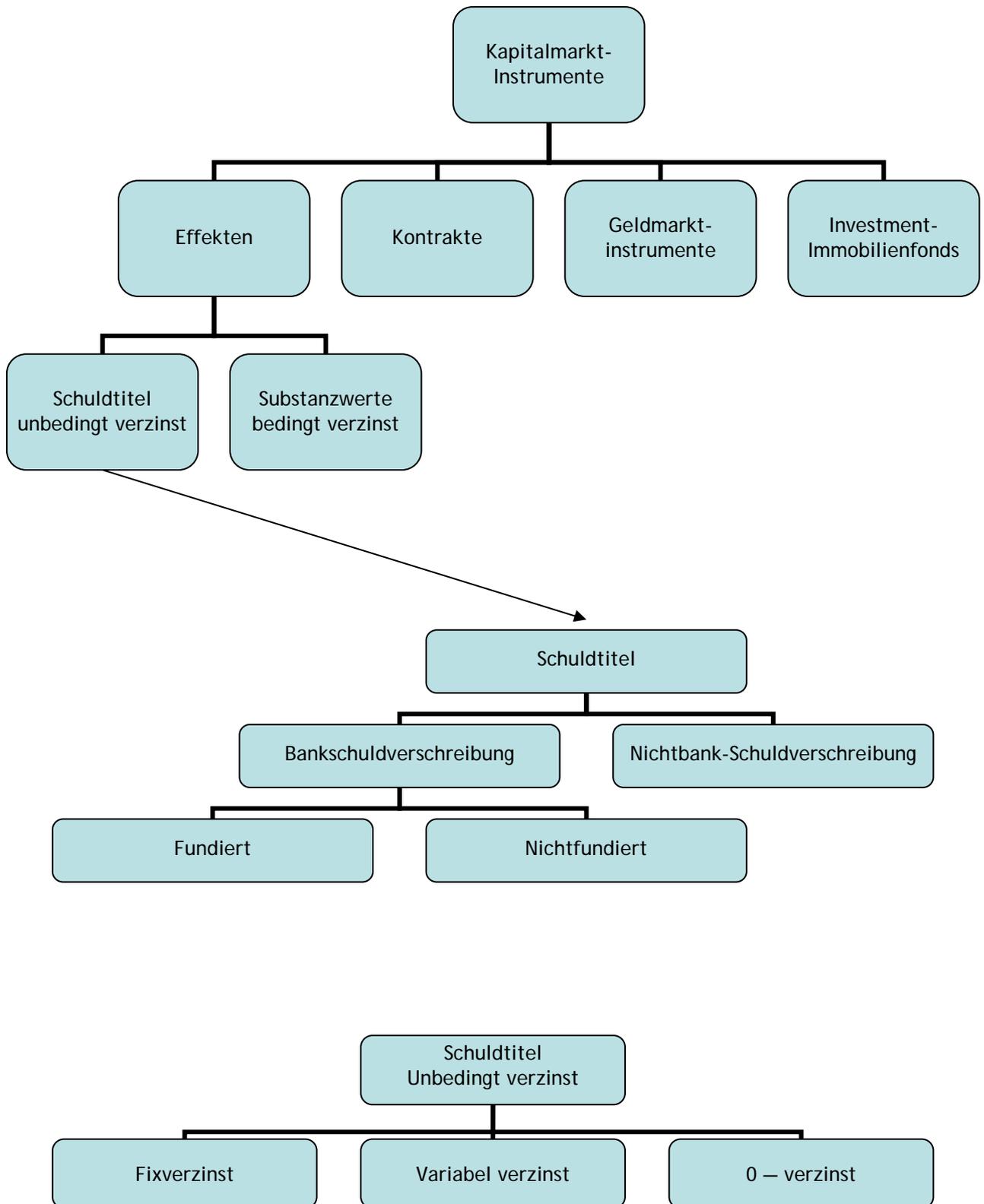
Die übliche Einteilungsform des Kapitalmarktes kennt den

- Rentenmarkt (Markt für Schuldtitel)
- Aktienmarkt (Markt für Substanzwerte).

Schuldtitel sind Wertpapiere, die Forderungsrechte verbriefen (und hiervon abgeleitete Finanzinstrumente). Schuldtitel werden auch Forderungswertpapiere, Schuldverschreibungen, festverzinsliche Wertpapiere, Nichtdividendenwerte oder Rentenwerte genannt.

Substanzwerte sind Wertpapiere mit Substanzbeteiligung und hiervon abgeleitete instrumente (Dividendenwerte).

Ausgehend von den Bestimmungen des WAG kann folgende Gliederung vorgenommen werden:



Grundsätzlich gilt auch für Finanzinstrumente die zivilrechtliche „freie Gestaltungsmöglichkeit“, d.h. Emittenten können diese Instrumente nach ihren Bedürfnissen individuell „kreieren“. Auf dem Gebiet der Effekten haben sich teilweise mit Spezialgesetzen umschriebene **typisierte Wertpapiere** ausgebildet, doch tauchen am Markt allein aus Marketinggründen immer neue Mischformen auf.

Allgemein gilt als Schuldtitel jede Form einer titrierten Forderung. Es ist nicht entscheidend, ob diese Forderung auf einem Darlehen („auf Geld lautend“) oder auf einem sonstigen Rechtsgeschäft beruht oder ob sie bedingt oder unbedingt ist.

Man unterscheidet fundierte und nichtfundierte Schuldverschreibungen. Zu den Schuldverschreibungen zählen Anleihen, Pfandbriefe (Kommunalbriefe) Kassenobligationen, Kassenscheine aber z.B. auch Sparbücher („hinkende Schuldverschreibung“).

Kraft Gesetzes sind Pfandbriefe und Kommunalbriefe fundierte Schuldverschreibungen. Alle anderen Schuldverschreibungen können fundiert ausgestaltet sein, sofern der Emittent ein dazu berechtigtes Kreditinstitut ist.

8.5. Verschiedene typisierte Effekten

Fundierte Bankschuldverschreibungen sind von Kreditinstituten ausgegebene Schuldverschreibungen, die folgenden Erfordernissen entsprechen:

- Der Wertpapierbesitzer hat das Recht, aus den für seine Ansprüche als Kautionsbestellenden Teilen des Bankvermögens (Deckungsstock) vorzugsweise befriedigt zu werden (Absonderungsrecht im Konkursfall).
- Deckungswerte: Hypotheken, Darlehen an inländische Körperschaften des öffentl. Rechts, Bargeld.
- Für Pfand- und Kommunalbriefe bestehen gesonderte Bewertungsvorschriften für Deckungswerte.
- Überwachung der vorschriftsmäßigen Deckung durch einen Treuhänder (Regierungskommissär).
- Mündelsicherheit ex lege

Nachrangige Schuldverschreibungen sind aus der Sicht des Gläubigerschutzes das Gegenteil einer fundierten Schuldverschreibung.

Ein nachrangiges Wertpapier liegt dann vor, wenn die Forderung im Falle der Liquidation oder des Konkurses des Emittenten erst nach den Forderungen der anderen nicht nachrangigen Gläubiger befriedigt werden kann.

Substanzwerte (Anteilspapiere, Beteiligungspapiere)

Der zentrale Substanzwert (Dividendenwert) ist vor allem wegen des ausgebauten Rechtsrahmens des Aktiengesetzes die **Aktie**.

Aktien sind Urkunden, in denen der Anteil am Grundkapital einer Aktiengesellschaft verbrieft ist.

Nach dem AktG gibt es darüberhinausgehend verschiedene Aktionärsrechte (insbes. das Recht auf Dividendenbezug, Verwässerungsschutz sowie Mitbestimmungs- und Informationsrechte).

Das wesentliche ökonomische und auch **unbedingte** Recht ist jedoch nur die **aliquote Teilnahme am Liquidationserlös**.

Mischformen

Ein **Kapitalanlagefonds** (Investmentfonds) nach dem InvFG ist ein aus Wertpapieren (und/oder im Rahmen der Veranlagungsvorschriften angeschaffter Aktiven) bestehendes Sondervermögen (EU-RL „Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren“, **OGAW**) das in gleiche, in Wertpapieren verkörperte Anteile zerfällt, im Miteigentum der Anteilinhaber steht und nach den Bestimmungen des InvFG (Veranlagungsvorschriften zur **Risikostreuung**) gebildet wird und bei dem eine Rückkaufsverpflichtung gegenüber einen Anteilsinhaber zum errechneten Wert besteht.

Die Anteile sind unter bestimmten Voraussetzungen mündelsicher ex lege (unterscheide „zur Anlage von Mündelgeld geeignet“).

Wie schon der RL-Namen besagt, sollen in einem Fonds grundsätzlich nur Wertpapiere nach den Grundsätzen der Risikostreuung enthalten sein. Mit zunehmender Liberalisierung der EU-Vorschriften und wegen des Wettbewerbs in offenen Märkten mussten auch die österreichischen Vorschriften schrittweise immer mehr ausgeweitet werden, wobei aber an bestimmten Grundsätzen (Risikostreuung, prozentmässige Beschränkungen, Notierung auf „anerkannten Märkten“, Verbot des Erwerbs von Zertifikaten über Edelmetalle, ausführliche Bestimmungen über derivative Produkte) weiter festgehalten wird.

Die Rechtsverhältnisse zwischen den Anteilsinhabern und der Fondsgesellschaft sowie der Depotbank werden durch *die Fondsbestimmungen* geregelt, die der Bewilligung der FMA bedürfen.

Diese Bewilligung ist zu erteilen, wenn die Fondsbestimmungen den „berechtigten Interessen der Anteilsinhaber“ nicht widersprechen.

Die Kapitalanlagegesellschaft darf die Fondsbestimmungen mit Zustimmung ihres Aufsichtsrates und mit Billigung der Depotbank ändern. Die Änderung bedarf der Bewilligung der FMA.

Kapitalanlagegesellschaften haben mit der Ausgabe und Rücknahme der Anteilscheine sowie mit der Verwahrung der zu einem Kapitalanlagefonds gehörigen Wertpapiere und mit der Führung der zu einem Fonds gehörigen Konten eine **Depotbank** zu beauftragen.

Die Bestellung der Depotbank bedarf ebenfalls der Bewilligung der FMA.

Verschiedene Arten von Investmentfonds aus Wertpapieren

- Inländische und ausländische Investmentfonds;
- Rentenfonds, Aktienfonds, gemischte Fonds;
- Abfertigungsrücklagen-Fonds gem § 14 des Einkommensteuergesetzes;
- Deckungsstockfähige Investmentfonds gem. §§ 77 und 78 Versicherungsaufsichtsgesetzes;
- Publikumsfonds, Spezialfonds (höchstens 10 jur. Personen als Anteilsinhaber), Dachfonds, Pensionsinvestmentfonds (kein OGAW);
- Thesaurierungsfonds;
- andere Sondervermögen (keine OGAW);
- Indexfonds.

Immobilienfonds

Für die Errichtung und Verwaltung von Immobilienfonds sowie die Ausgabe der entsprechenden Anteilsscheine findet das **Immobilien-Investmentfondsgesetz**, Art. I des BGINr. I 80/2003, Anwendung.

Trotz einer gesellschaftsrechtlich vergleichbaren Konstruktion und Einbettung in die Aufsicht der FMA über die Institute und Produkte, gibt es wertpapierrechtlich zwischen den Anteilscheinen nach dem InvFG und jenen nach dem ImmoInvFG einen wesentlichen Unterschied. Während die einen einen aliquoten Eigentumsanteil am Fonds verbriefen, wurde bei Immobilienfonds eine **Treuhandlösung** gewählt: Das Fondsvermögen eines Immobilienfonds steht im Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft, die das Vermögen für die Anteilinhaber treuhändig hält und verwaltet.

Der **Anteilschein** verbrieft daher kein Eigentum sondern bloß „eine schuldrechtliche Teilhabe“ an den Vermögenswerten des im Treuhandeigentum der Immobilienfondsgesellschaft stehenden Immobilienfonds.

Am Markt finden sich zur „Immobilien-unterlegten Investition“ noch andere Konstrukte wie etwa Aktiengesellschaften, deren Geschäftsgegenstand überwiegend im Erwerb und der Verwaltung von Immobilien besteht, oder – damit dient die Verwendung des Begriffs „Immobilie“ nur mehr Marketingzwecken – Anleihen einer solchen Gesellschaft.

Genußscheine, Gewinnscheine nach § 174 AktG

Für Genußrechte nach § 174 AktG gibt es keine gesetzlichen Ausgestaltungsvorschriften. Je nach Ausstattung kann das Element des Forderungswertpapiers oder des Beteiligungspapiers im Vordergrund stehen.

Wandelschuld- und Gewinnschuldverschreibungen

Wandelschuldverschreibungen sind festverzinsliche Anleihen von Aktiengesellschaften mit einem Umtauschrecht auf Aktien derselben AG in einem bestimmten Verhältnis. Sie sind in der Regel gesamtfällig, sofern sich der Anleger nicht vorher zum Umtausch entschlossen hat.

Der Inhaber hat die Möglichkeit, entweder die Anleihe bis zum Ende der Laufzeit zu behalten oder die Anleihen in Aktien umzutauschen. Er hat Anspruch

- vor dem Umtausch auf im Voraus bestimmte Zinsen,
- nach dem Umtausch auf die jährliche Dividende.

Gewinnschuldverschreibungen sind Schuldverschreibungen, die mit einer festen Verzinsung und einem an die Dividendenhöhe angeknüpften Gewinnanteil oder nur mit einem solchen Gewinnanspruch ausgestattet werden.

Die Ausgabe von Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen ist nur auf Grund eines Beschlusses der Hauptversammlung zulässig (Mehrheitserfordernis von 3/4 des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals).

Auf Wandelschuldverschreibungen, Gewinnschuldverschreibungen und Genußrechte haben die Aktionäre ein Bezugsrecht (das Bezugsrecht kann auch den Vorschriften des § 153 AktG, jedoch ausgeschlossen werden).

Optionsanleihen

Optionsanleihen sind Anleihen, die den Anleihegläubigern neben ihren Forderungsrechten ein Anrecht (ein Option) auf den Erwerb bestimmter Wertpapiere, wie z.B. Aktien, Partizipationsscheine, Investmentzertifikate zu einem festen Preis (Optionspreis) innerhalb einer bestimmten Frist einräumen.

Optionsscheine

Optionsscheine verbriefen das Recht, bei Eintritt von bestimmten Bedingungen eine Forderung geltend machen zu können (Option). Sie stellen eine titrierte Forderung dar (Optionsscheine sind eine titrierte Option).

9. Dienstleister der Finanzmärkte

Wegen des in Österreich gültigen „Universalbankprinzips“ (nach EU-Recht sind nur jene Unternehmen Kreditinstitute, die Einlagen entgegennehmen und Kredite vergeben, nach US-Recht dürfen solche Unternehmen gar keine anderen Finanzgeschäfte abwickeln) sind die von der FMA nach dem BWG konzessionierten Banken (Kreditinstitute) die entscheidenden Dienstleister im Wertpapierbereich.

Daneben gibt es nach dem WAG Wertpapierfirmen (Konzessionierte jur. Personen) mit unterschiedlichen Berechtigungsumfang (und unterschiedlichen Anfangskapital zwischen 50T € und 730T €. Wertpapierfirmen dürfen zu keiner Zeit Schuldner ihrer Kunden werden.

Der Konzessionsumfang ist gering (i. W. Anlageberatung und Portfolioverwaltung.)

Ein Sonderfall sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die – solange ihr Jahresumsatz 730T € nicht übersteigt – die Konzessionsvoraussetzungen Anfangskapital, GL befähigung und Berufshaftpflichtversicherung nicht erfüllen müssen.

Banken sind hingegen zu allen Bankgeschäften (mit Ausnahmen und unter Vorbehalt des Konzessionsumfangs) berechtigt.

Aus dem umfangreichen Typenkatalog der Bankgeschäfte sind folgende Bankgeschäfte Wertpapierdienstleistungen:

- der Handel mit
 - Wertpapieren (Effektengeschäft),
 - Geldmarktinstrumenten und
 - Kontrakten (Termin- und Optionsgeschäft),
- das Loroemissionsgeschäft sowie

- das Finanzdienstleistungsgeschäft (insbesondere Vermögensberatung und -verwaltung).

9.1. Rechtsquellen

International

Für die globale, europäische und damit auch österreichische Rechtssetzung ist das sogenannte "Basel Committee on Banking Supervision" (aktuelle Dokumente unter www.bis.org/publ/index.htm verfügbar) von herausragender – wenn nicht bestimmender – Bedeutung (Österreich ist in diesem Komitee nicht vertreten).

Die aktuellen Grundsätze für die Eigenmittelhaltung von Kreditinstituten sind im sogenannten "New Basel Capital Accord", Jänner 2001, umschrieben ("Basel II").

EU-Recht

Das EU Recht für Banken, Börse- und Kapitalmarkt ist grundsätzlich in Richtlinien des Rates der Europäischen Gemeinschaften kodifiziert. Selten werden Verordnungen oder „Empfehlungen“ angewandt.

Für das Bankwesen ist die Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 20. 3. 2000 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute von zentraler Bedeutung. Mit dieser RL wurden die bestehenden bankrechtlichen Richtlinien zusammengefasst, "wiederverlautbart" oder aufgehoben.

Für Wertpapierdienstleistungen im Allgemeinen sind eine Vielzahl von Richtlinien massgebend, insbes. die WertpapierdienstleistungsRL (ISD 2), die ProspektRL, die MarktmissbrauchRL, die OGAW RLn.

Österreichischer Recht

Wesentliche Rechtsquellen sind das Bankwesengesetz (Art. I. des Finanzmarktanpassungsgesetzes 1993, BGBl Nr 532/93 idgF), das Versicherungsaufsichtsgesetz (BGBl 569/78), das Wertpapieraufsichtsgesetz (BGBl 753/1996 idgF) und das Kapitalmarktgesetz (BGBl 625/1991 idgF).

Nicht zuletzt wegen des EWR (EU) – Beitrittes Österreichs und der damit verbundenen Übernahme des Gemeinschaftsrechts, aber auch wegen der rapide wachsenden Anforderungen an taugliche rechtliche Rahmenbedingungen, sind alle kapitalmarktrechtlichen Normen einer permanenten Änderung unterworfen. So wurden etwa das BWG seit 1993 mehr als 40-mal, das WAG seit 1996 16-mal und das KMG 10-mal novelliert, wobei manche Novellen eine inhaltliche Totalreform darstellten.

9.2. Erhaltung der Funktionsfähigkeit und Gläubigerschutz.

Alle öffentlich-rechtlichen Gesetze sind Schutzgesetze, wobei die Schutzziele ident sind. Bei den zentralen Organisationsgesetzen (BWG, VAG und WAG) lassen sich diese Schutznormen in drei Gruppen einteilen:

- Zulassungsbestimmungen:

Die Zulassungsbestimmungen umfassen die allgemeinen Bestimmungen, (das sind insbesondere Begriffsbestimmungen), Konzessionserteilung und Konzessionsrücknahmebestimmungen sowie Bestimmungen über die Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit.

- Verhaltensbestimmungen:

Sie werden auch ordnungspolitische Bestimmungen oder "Maßstäbe" genannt und geben für die Geschäftstätigkeit der Dienstleistungsunternehmen einen rechtlichen Rahmen.

Sie orientieren sich an den Risiken des jeweiligen Geschäftes aber auch an den für die Geschäfte geltenden Erfordernissen („Wohlverhaltensregeln“ im WAG)

- Aufsichtsbestimmungen:

Dieser Normenkomplex dient der Überwachung der Einhaltung sämtlicher für Dienstleister auf den Finanzmärkten geltender Bestimmungen (Finanzmarktaufsichtsaufsicht).

9.3. Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit

Kreditinstitute und Wertpapierfirmen aus einem EU-Staat sind berechtigt, in Österreich über eine Zweigstelle ihre Geschäfte durchzuführen. Gleiches gilt für österreichische Kreditinstitute im gesamten EU-Raum. Das System der Niederlassungsfreiheit ist an entsprechende Mitteilungen an den Heimatstaat gebunden, es gilt das Prinzip der Heimatstaatkontrolle, d. h. zuständig für die Bankenaufsicht ist das jeweilige Heimatland aus dem EU-Raum.

9.4. BG über die Beaufsichtigung von Wertpapierdienstleistungen

Mit dem WAG 2007 wurde das seit 1996 vielfach novellierte Wertpapieraufsichtsgesetz durch Umsetzung sämtlicher kapitalmarktspezifischer EG-Richtlinien durch ein vollkommen neues Gesetz ersetzt.

Inhaltlich hat sich das WAG2007 von den sonstigen kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen (BWG, BörseG, VAG, InvFG, KMG...) entfernt.

Wohl enthielten auch die bisherigen Vorschriften, miteingeschlossen das WAG 1996, Konsumentenschutzbestimmungen (rules of conduct), doch waren diese im Vergleich zur jetzigen „Monsterregulierung“ äussert bescheiden. Offenbar hat sich auch International die Sicht darauf geändert, was für alle Beteiligten zum Besten sein sollte.

Gemeinsame Zielsetzung (Metaziel) der bisherigen Bestimmungen ist die Erhaltung der Funktionsfähigkeit der (volkswirtschaftlich bedeutsamen) Märkte.

Das WAG 2007 ist hingegen zum überwiegenden Teil ein Konsumentenschutzwerk für den Bereich des Kapitalmarkts, wie schon einige Abschnittstitel des zentralen Hauptstückes zeigen:

- Schutz des Kundenvermögens
- Interessenskonflikte
- Verpflichtung zum Handeln im besten Interesse des Kunden
- Information für Kunden
- Eignung und Angemessenheit von Wertpapierdienstleistungen
- Berichtspflichten gegenüber den Kunden
- Bestmögliche Durchführung von Dienstleistungen
- Bearbeitung von Kundenaufträgen
- Professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien
- unerbetene Nachrichten und Haustürgeschäfte.

In diesem Sinn sind folgende Bestimmungen neu bzw. wesentlich erweitert:

Einführung dreier Anlegerkategorien mit unterschiedlichem Schutzbedürfnis, gemeinsames Erstellen eines Investorenprofils, Prüfung der Eignung und Angemessenheit eines Finanzinstrumentes für einen spezifischen Kunden, Vermeidung von Interessenskonflikten, verbesserte Transparenz.

Die EU und mit ihr der österr. Gesetzgeber verfolgen hohe Ziele, möglich nach dem Grundsatz „wer alles anstrebt, wird viel erreichen“, hat sich doch schon bisher gezeigt, dass bisweilen nicht einmal Minimalvorschriften beachtet werden, wenn es um den eigenen Profit geht.

10. Der Markt: Die Börse

Rechtsquellen

Europäisches Recht

Richtlinie über die Zulassung zum Amtlichen Handel, den Börseprospekt bei der Zulassung zum Amtlichen Handel, die laufenden Publizitätsverpflichtungen börsennotierter Unternehmen, die Meldepflicht wesentlicher Beteiligungen; sowie die InsiderRL, die MarktmissbrauchsRL, die ProspektRL und die WertpapierdienstleistungsRL.

Österreichisches Recht

BörseG (Bundesgesetz vom 8. November 1989 über die Wertpapier- und allgemeinen Warenbörsen und über die Abänderung des Börsesensale-Gesetzes 1949 und der Börsegesetz-Novelle 1903 (BörseG 1989 – BörseG), BGBl Nr 555, idgF);

Kapitalmarktgesetz-KMG, BGBl 625/1991 idgF;

DurchführungsV z. BörseG, beispielsweise V. über zulässige Marktpraktiken, Veröffentlichungs- und MeldeV, Emittenten;

Übernahmegesetz, BGBl I Nr 127/1998 sowie Durchführungsverordnungen der Übernahmekommission;

AktienG;

Allgemeine Geschäftsbedingungen (wesentlicher Inhalt: Börseort, Börsezeit, Handelsregeln).

Organisation

Arten der Börse

Allgemein kann unter einer Börse ein zentraler Markt, an dem zu einem bestimmten Zeitpunkt bestimmte (vertretbare) Sachen (Verkehrsgegenstände) gehandelt werden, verstanden werden.

Das Börsegesetz sieht folgende Börsen vor:

Wertpapierbörsen (Verkehrsgegenstände einer Wertpapierbörse sind Wertpapiere, ausländische Zahlungsmittel, Münzen, Edelmetalle, Optionen und Finanzterminkontrakte) und
allgemeine Warenbörsen

Daneben finden sich in Österreich noch sogenannte „Börsen für landwirtschaftliche Produkte“ (Börsegesetz-Novelle 1903 und Börsesensalegesetz 1949)

Die „Wiener Börse“ ist derzeit die einzige Wertpapierbörse und allgemeine Warenbörse Österreichs.

Die Wiener Börse AG leitet und verwaltet auf Grund der ihr erteilten Konzession die Wiener Börse.

Rechtliche Stellung und Organisation von Börsen

Das Börsewesen war ursprünglich in Österreich öffentlichrechtlich („Börsekammer“) organisiert. Eine Spur davon findet sich im Ausdruck „Amtlicher Handel“.

Mit dem Börseüberleitungsgesetz BGBINr. 11/98 wurde diese Organisationsform auf eine privatrechtliche geändert, nicht mehr eine öffentlich-rechtliche Kammer sondern eine „Börseunternehmen“ genannte juristischen Person des Handelsrechts (AG oder GesmbH), leitet eine Börse.

Mit der Erteilung der Konzession an die für diese Zwecke gegründete „Wiener Börse AG“ wurde die Wiener Börsekammer aufgelöst. Damit hörte der Börsenfonds zu bestehen auf, sein gesamtes Vermögen (alle Rechte und Pflichten) ging auf die mit gleichem Gesetz errichtete "BörsebeteiligungsGesmbH" über, die zur Gänze im Eigentum des Bundes stand. Mit der vollständigen Verwertung des Vermögens, das heißt mit dem Verkauf an die derzeitigen Aktionäre (Privatisierung der Börse), hat auch diese "Sondergesellschaft" zu bestehen aufgehört. Für den umfangreichen öffentlich-rechtlichen Aufgabenbereich des Börseunternehmens (insbes. Handelszulassungen) wurde die Form eines „beliehenen Unternehmens“ gewählt, dh. das Unternehmen hat die Allgemeinen Verwaltungser-fahrungsgesetze anzuwenden und entscheidet mit **Bescheid**.

Die Wiener Wertpapierbörse (www.wienerbörse.at)

Die Teilnahme am Handel setzt die Mitgliedschaft bei der Wiener Börse voraus.

Mitglieder können nur Kreditinstitute, Wertpapierfirmen oder sogenannte „Lokale Firmen“ werden, die die notwendige technische und personelle Ausstattung aufweisen.

Die Mitgliedschaft kann sich auf alle Marktsegmente erstrecken, kann aber

antragsgemäss auch auf bestimmte (insbes. Wertpapiere bzw. Kontrakte) Bereiche eingeschränkt sein.

Das Börsemitglied muß eine **Mitgliedschaftsvereinbarung** eingehen und insbes. dem Arrangement beitreten. Das **Clearing- and Settlement (Arrangement)** erfolgt über die „Central Counterparty Austria GmbH“, einem gemeinsamen Clearinghouse der Österreichische Kontrollbank und der Wiener Börse AG. Die **CCP. A** ist für das Clearing und Riskmanagement aller Börsengeschäfte zuständig und übernimmt und managt das **Erfüllungs-bzw. Ausfallsrisiko bei der Abwicklung am Kassa- und Terminmarkt.**

Mitglieder dürfen nur über zugelassene (qualifizierte) Händler („**Börsehändler**“) handeln.

Das Börsegesetz sieht zwei **Handelsarten** vor, an die unterschiedliche Zulassungsvoraussetzungen und Emittentenpflicht geknüpft sind:

- amtlicher Handel
- geregelter Freiverkehr

Gemeinsam ist den Handelsarten, dass sie kraft ausdrücklicher gesetzlicher Bestimmung als **"Geregelter Markt"** i. S. der ISD gelten.

Dies ist in weiterer Folge für vielfältige Fragen von Bedeutung (sogenannte remote membership an einer EU Börse, Eignung der Wertpapiere für Investmentfonds etc.). Ab 1. 11. 07 ist der „**Dritte Markt**“ keine gesetzlich geregelte Handelsart und verliert damit seine Qualifikation als „**geregelter Markt**“.

Mit diesem Schritt hat der Gesetzgeber einen eigenartigen Zustand beendet, wonach der 3. Markt zwar als geregelter Markt galt, im Kern jedoch die einzige Regel für ihn darin bestand, dass er nicht geregelt war.

Er bleibt jedoch ein von der Börse betriebenes „**Multilaterales Handelssystem**“ (MTF).

Neben den gesetzlich umschriebenen Handelsarten hat das Börseunternehmen sogenannte „**Marktsegmente**“ (nach Produkten segmentierter Markt) geschaffen, die grundsätzlich als Marketing- und Informationsinstrument dienen. Es ist möglich, daß innerhalb eines Segmentes die Emittentenpflichten über die börsegesetzlichen Pflichten hinausgehen (Specialist oder Market Maker erforderlich bzw. möglich). Diesfalls ist eine privatrechtliche Vereinbarung zwischen Börseunternehmen und Emittent vorgesehen.

Die Wr. Wertpapierbörse verwendet folgende Marktsegmente:

- **equity market (Aktien):**
prime market (Specialist erforderlich), mid market, standard market;
- **bond market (Anleihen):**
Public sector, corporate sector, financial sector, performance linked bonds;
- **otob market (Terminmarkt):**
austrian derivatives, CEE derivatives (Market Maker erforderlich)
- **structured products:**
Certificates, exchange traded funds, investment funds, warrants
- **other securities.**

Unabhängig von ihrer tatsächlichen Anwendung sind nach dem Börsegesetz folgende **Handelssysteme (Handelsverfahren)** zulässig:

- Handel durch Vermittler (Sensale und Freie Makler)
- automatisierter Handel
- Handel durch Zuruf (Ringbörse)
- Market Maker

Welches System tatsächlich verwendet wird, liegt im Belieben des Börseunternehmens. Die Wr. Börse AG wendet das Handelssystem "automatisierter Handel" in Kombination mit dem Market Maker System an.

Der (vollautomatisierte) Handel wird in Kooperation mit der Deutschen Börse AG unter Anwendung des Systems "XETRA" – Exchange electronic trading – abgewickelt. Der Auftrag des Investors wird durch den Händler in das elektronische XETRA Orderbuch gestellt. Zunächst erfolgt eine vollautomatische Suche nach einer passenden Gegenseite. Wird kein entsprechendes Angebot gefunden, verbleibt die Order im Orderbuch, es sei denn, der Auftrag lautete auf „fill or kill“ („Immediate or cancel“).

Zu bestimmten Zeitpunkten erfolgt die Preisbildung im Rahmen einer **Auktion**, bei der die Preisermittlung nach dem „Meistausführungsprinzip“ erfolgt.

Dieses System ist dem früher in Wien gebräuchlichen System des Handels durch Vermittler sehr ähnlich. Nach dem Ablauf der Auktion wird im „fortlaufenden Handel“ der Auftrag wieder in das elektronische Orderbuch gestellt, wo in der Folge laufend „gematcht“ wird.

Der Handel mit Kontrakten erfolgt über das ebenfalls vollautomatische System „OMex“.

In einzelnen Marktsegmenten des Aktien und Derivativhandels ist die verbindliche oder empfohlene Kombination mit dem Market Maker System vorgesehen.

„Marktbetreuer“ („Specialist“ und „Market Maker“) haben die Aufgabe, während des fortlaufenden Handels verbindliche An- und Verkaufspreise (Quotes) zu nennen. Diese Verpflichtung ist nicht unbeschränkt sondern innerhalb des „Maximum spread“, allerdings mit einer Mindestmenge (Minimum size).

Erfolgt die Preisbildung im Rahmen einer Auktion, besteht die Verpflichtung, „in erhöhtem Ausmass für eine Kursbildung zu sorgen“.

Ein Spezialist ist ein qualifizierter Market Maker. Es wird nach Ausschreibung der Bestbieter hinsichtlich minimum size und maximum spread für ein Jahr und für jeweils ein Wertpapier und ein Produkt bestellt. Seine Verpflichtung gilt für ein Jahr. Abgesehen von der gewöhnlichen Umsatzbeteiligung hat der Spezialist noch günstigere Transaktionsgebühren und er kann mit dem jeweiligen Emittenten einen „Beitrag“ für die Übernahme des Titels vereinbaren.

Die Erfüllung der Quotierungsverpflichtung wird veröffentlicht. (www.wienerboerse.at).

Die Zulassung von Wertpapieren zum Handel („Listing“) erfolgt wegen der Marktsegmentierung in zwei Stufen. Der „börserechtlichen“ Zulassung in einer bestimmten Handelsart folgt die Zuordnung zu einem Marktsegment.

Bei der börserechtlichen Zulassung werden von der Wiener Börse AG die rechtlichen Zulassungserfordernisse geprüft, die Zuordnung zu einem Marktsegment orientiert sich an der Liquidität.

Das Börseunternehmen wendet im behördlichen Verfahren als „beliehenes Unternehmen“ das AVG an.

Der Antrag für den Amtlichen Handel und den Geregelten Freiverkehr ist schriftlich zu stellen und von einem Kreditinstitut mitzufertigen.

Die Zulassungsvoraussetzungen für den Amtlichen Handel und den Geregelten Freiverkehr unterscheiden sich im wesentlichen nur beim erforderlichen Mindestnominale, dem voraussichtlichen Kurswert und der Mindeststückzahl der zur Zulassung beantragten Wertpapiere (Amtlicher Handel: € 2,9 Mio bei Aktien (€ 0,725 Mio bei anderen Wertpapieren), Kurswert € 0,725 Mio und 20.000 Stück; Geregelter Freiverkehr: € 0,750 Mio, Kurswert € 362.500 und 10.000 Stück.

Für den "Dritten Markt" gibt es keine spezifischen Voraussetzungen, nicht der Emittent sondern ein Börsemitglied ist Antragsteller. Dieses Börsemitglied hat gegenüber dem Börseunternehmen in der Folge (stark vereinfachte) Informationsverpflichtungen.

In zweiter und letzter Instanz ist beim Bundesminister für Finanzen (Verfassungsbestimmung) ein Berufungssenat ("Tribunal") eingerichtet, der über die Versagung oder den Widerruf der Zulassung entscheidet.

Die gegen die Entscheidung des BMF zulässige Beschwerde an den VwGH kann auch von der FMA erhoben werden.

Der Prospekt

Seit 2005 ist die Unterscheidung zwischen einem Börseprospekt und einem Prospekt für den ausserbörslichen Primärmarkt weggefallen. In Entsprechung der EU-ProspektRL aus 2003 gilt auch für Börseprospekte das KapitalmarktG.

Bereits in seiner ursprünglichen Fassung aus 1991 war das KMG ein „Prospektgesetz“. Es stellte in Antizipation des EU(EWR) Beitritts einen Paradigmenwechsel des Investorenschutzes dar. Bis zur Erstfassung des KMG galt der Grundsatz, der Staat habe im Rahmen der Bewilligung einer Emission durch Prüfung der „Kapitalmarktfähigkeit“ des Emittenten für den Schutz der Investoren zu sorgen.

Das staatliche Bewilligungswesen wurde im Zuge der sogenannten „Deregulation“ durch den Grundsatz der „Publizität“ ersetzt. Für den Prospekt wurde ein Mindestinhalt ebenso vorgeschrieben wie die inhaltliche Prüfung durch („private“) Prospektprüfer. Daneben enthielt das BörseG in Umsetzung einer eigenständigen EU-BörseprospektRL Vorschriften über Umfang und Inhalt eines Börseprospektes.

Das KMG stipuliert generell, dass ein öffentliches Angebot (Einladung zur Zeichnung) für den Kauf von Wertpapieren (od. Veranlagungen) nur nach Veröffentlichung eines Prospektes erfolgen darf.

Dieser Prospekt muss inhaltlich den Vorschriften des KMG entsprechen und von der FMA „gebilligt“ sein. Nach 12 Jahren eines rein marktwirtschaftlichen und deregulierten Emissionswesens wird nun mit dem aus dem EU-Recht übernommenen und den österr. Verfahrensgesetzen an sich vollkommen fremden Begriff „Billigung“ ein staatliches Bewilligungswesen wieder Teil des Anlegerschutzes („Re-Regulation“, „zur Gewährleistung des Anlegerschutzes oder des reibungslosen Funktionierens des Marktes“).

Nach dem KMG ist die Billigung die „positive Handlung bei Abschluss der Vollständigkeitsprüfung des Prospektes durch die dafür zuständige Behörde des Herkunftmitgliedstaats – einschließlich der Kohärenz und Verständlichkeit der vorgelegten Informationen“.

Es bestehen Ausnahmen von der Prospektpflicht (z. B. Staatstitel, unter 10. 000 €, Daueremissionen, Investmentfondszertifikate, etc.). Der Prospekt ist vom

„Prospektprüfer“ (z. B. gesetzl. Revisionsverände, Wirtschaftsprüfer, Kreditinstitute) auf Richtigkeit und Vollständigkeit zu kontrollieren.

Gebilligte Prospekte aus einem Mitgliedsstaat bedürfen keiner gesonderten Billigung, sofern diese der FMA notifiziert wurde.

Nach dem BörseG ist für die Handelsarten amtlicher Handel und geregelter Freiverkehr dem Zulassungsantrag der gebilligte Prospekt bzw. eine Bestätigung der FMA über eine im Rahmen der DL-freiheit erfolgte Notifizierung beizulegen.

Emittentenpflichten nach dem BörseG

Gesetzliche Emittentenpflichten sind nur für den Amtlichen Handel und den Geregelten Freiverkehr vorgesehen. Es sind

- **Publizitätspflichten** (Jahresabschlüsse, Geschäftsberichte, Zwischenberichte, ad hoc Publizität. . .) und
- **Organisationsvorschriften** zur Vermeidung des Insiderhandels (Emittenten Compliance Code).

Sonstige Pflichten sind an das jeweiligen Marktsegment geknüpft (hauptsächlich im Prime Market (Rechnungslegung nach IAS oder US-GAAP, ad-hoc Publizität im Internet, Berichte auch in englischer Sprache. . .)

Insiderhandel und Marktmissbrauch

Durch die Börsegesetznovelle 1993 wurde in Ausführung der EU-Richtlinie zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insidergeschäfte ("Insider-RL" ZI. 89/592/EWG) der Mißbrauch von Insiderinformationen **gerichtlich** strafbarer Tatbestand. Zahlreiche Bestimmungen über Emittentenpflichten zielen auf eine vorsorgliche Hintanhaltung des Insiderhandels ab.

Mit der BörseG-Nov. 127/2004 kam es in Umsetzung der **Marktmissbrauchsrichtlinie** zu einer umfangreichen Erweiterungen der Straftatbestände des BörseG.

Der bestehende gerichtliche Straftatbestand „Missbrauch einer Insiderinformation“ wurde modifiziert und um die Tatbestände **Marktmissbrauch** und **Marktmanipulation** erweitert.

Weiters wurden vom normalen Strafverfahren nach der StPO abweichende äusserst kasuistische Verfahrensvorschriften normiert (bei Verfahren wegen Missbrauch einer

Insider-Information Zuständigkeit des LGfStr Wien als Schöffengericht, obligatorische Befassung des Bundeskriminalamtes, FMA hat im Strafverfahren die Stellung eines Privatbeteiligten mit ausweiteten Rechten, Begründungspflicht für die StA bei Einstellung des Verfahrens etc.).

Neben einer Vielzahl anderer Rechte und Pflichten kann die FMA im Zusammenhang mit der Bekämpfung von Marktmanipulation und Insiderhandel ein Börseunternehmen beauftragen, den Handel in den betreffenden Finanzinstrumenten auszusetzen.

Von der EU-RL ableitend setzt sich das BörseG intensivst mit Definitionen und „Unterdefinitionen“ auseinander. An dieser Stelle daher nur folgende Basisdefinitionen:

- **Insider-Information** ist eine öffentlich nicht bekannte, genaue Information, die Emittenten von Finanzinstrumenten oder Finanzinstrumente selbst betrifft und geeignet wäre, den Kurs erheblich zu beeinflussen.
- **Insider** ist, wer (insbes. aus beruflichen Gründen) Zugang zu Insider-Informationen hat oder sich diese Informationen durch eine strafbare Handlung verschafft hat.
- **Marktmanipulation** sind
 - Geschäfte, die falsche oder irreführende Signale für den Markt geben oder diesen so beeinflussen, dass ein künstliches Kursniveau erzielt wird,
 - Geschäfte unter Vorspiegelung falscher Tatsachen und
 - Verbreitung von Informationen, die falsche Marktsignale geben(könnten).

Die FMA hat ein „Insiderverzeichnis“ zu führen.

Die Börseunternehmen haben strukturelle Vorkehrungen zur Vorbeugung gegen und zur Aufdeckung von Marktmanipulationspraktiken zu treffen.

Börseaufsicht

Die FMA beaufsichtigt Börseunternehmen, die Wertpapierbörsen leiten hinsichtlich der Rechtmäßigkeit der Börseorganisation und der Beschlüsse des Börseunternehmens sowie der Ordnungsmäßigkeit des Börsehandels.

Das Börseunternehmen hat den Börsehandel zu überwachen und eine Informationspflicht gegenüber der FMA (insbesondere bei Verdacht auf Insidergeschäfte).

Sonstige Gesetze

Übernahmegesetz

Das Übernahmegesetz, BGBl I 127/1998 gilt für öffentliche Angebote zum Erwerb von Beteiligungspapieren, die von einer Aktiengesellschaft mit Sitz im Inland ausgegeben wurden und an einer österreichischen Börse zum amtlichen Handel oder zum geregelten Freiverkehr zugelassen sind.

Die allgemeinen Grundsätze für öffentliche Übernahmeangebote sind insbesondere

- die Gleichbehandlung der Investoren,
- die Information der Investoren,
- die Wahrung der öffentlichen Interessen,
- die Vermeidung von Marktverzerrungen.

Diese Grundsätze sollen durch folgendes Instrumentarium erreicht werden:

- Allgemeine und spezielle Pflichten des Bieters, insbesondere Erstellung einer Angebotsunterlage, Bestellung eines unabhängigen Sachverständigen, Anzeige des Angebotes an die Übernahmekommission,
- Neutralitätsgebot für die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft,
- Äußerung der Zielgesellschaft,
- Pflicht zur Stellung eines Angebots bzw Anzeigepflicht bei kontrollierender Beteiligung,
- gesetzliche Umschreibung für den Preis des Pflichtangebots.

Bei dem die Wiener Börse leitenden und verwaltenden Börseunternehmen ist eine Übernahmekommission (www.takeover.at) eingerichtet. Die Übernahmekommission ist eine unabhängige, weisungsfreie Kollegialbehörde "mit richterlichem Einschlag". Sie überwacht die Anwendung des Übernahmegesetzes und entscheidet über alle nach diesem Gesetz zu beurteilenden Angelegenheiten. AVG und VStG werden angewandt, Durchführungsverordnungen zum Übernahmegesetz können erlassen werden.

Wesentliche Entscheidungen können sein:

- Feststellung der Gesetzwidrigkeit eines Angebots
- Übernahme der Angemessenheit des Preises eines Pflichtangebotes,
- Ruhen der Stimmrechte und sonstige zivilrechtliche Sanktionen.

Von der Übernahmekommission ist das "Gremium gem. § 225g AktG" zu unterscheiden. Diese Stelle überprüft die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses bei aufnehmender Verschmelzung von Aktiengesellschaften. Der Antrag kann von den Aktionären beider

Gesellschaften beim Firmenbuchgericht gestellt werden. Das Gremium fungiert als Gutachter, wenn dies ein Antragsteller oder das Gericht wünschen.

Aktienrückerwerbsgesetz

Börsennotierte Aktien können unter den Bedingungen des § 65 AktG idF des AReG vom Emittenten erworben werden. Für diesen Fall wurden die Publizitätsverpflichtungen des BörseG erweitert. So hat der Emittent insbes. das Rückkaufsprogramm sowie die Dauer und ein allfälliges Wiederverkaufsprogramm zu veröffentlichen.

Näheres über den Inhalt und die Form der Veröffentlichung wird in der DurchführungsV des BMF z. § 82(9) BörseG bestimmt (VeröffentlichungsV)

11. Literatur

Die folgende Liste gibt lediglich (teils veraltete) Anhaltspunkte, da über das Internet Zugang zu allen wesentlichen Rechtsquellen (Rechtsinformationssystem des Bundes (RIS) für Bundesrecht, EUR-Lex für EU Recht, besser aber www.parlament.at), zur Literatur und – besonders wichtig – zu den wesentlichen Organisationen (BIZ, OeNB, FMA, Börse Wien...) besteht. Vorsicht ist geboten, wenn Internetquellen so umfangreich sind, dass einzelne Abschnitte wegen der sich schnell ändernden Materie nicht angepasst wurden. Als gedruckte Information über die Rechtsquellen ist der Kodex-ORAC Verlag, Banken- und Börserecht sehr empfehlenswert, angesichts der permanenten Novellierungen aber etwas teuer.

Allgemein

ASSMANN (Hrsg.) (1990) Handbuch des Kapitalanlagerechts, Beck'sche Verlagsbuchhandlung, München

ASSMANN, Heinz-Dieter (1990) Kapitalmarktrecht – Zur Formation eines Rechtsgebiets in der vierzigjährigen Rechtsentwicklung der Bundesrepublik Deutschland, in: K. W. Nörr (Hrsg.), 40 Jahre Bundesrepublik Deutschland – 40 Jahre Rechtsentwicklung, Tübingen

AVANCINI/IRO/KOZIOL (1993) Österreichisches Bankvertragsrecht II, Wien

BRAUMÜLLER-ENNÖCKL-RASCHAUER (Hrsg.) Zeitschrift für Finanzmarktrecht, LexisNexis

CANARIS (1977) Recht der Wertpapiere, Verlag Vahlen, München

CANARIS (1981) Bankvertragsrecht, 2. Auflage, Berlin – New York

GRUNER-SCHENK Harmonisierung des Bankaufsichtsrechts, Erich Schmidt Verlag, Berlin 1995

LIEBSCHER Neuorientierung des Finanzplatzes Wien – Konzept und Strategien, ÖBA 1992, 853 ff

MALIK Fredmund, Die Neue Corporate Governance, FAZ-Buch, Frankfurt/Main, 2002

- ROTH (1988) Grundriß des österreichischen Wertpapierrechts, Manz, Wien
- SCHWARK, Kapitalanlegerschutz im deutschen Gesellschaftsrecht, ZGR 1976, S. 271ff.
- SCHWEIZER/HUMMER (1993) Europarecht, 4. Auflage, Neuwied – Kriftel – Berlin
- WERNER/MACHUNSKY (1991) Recht und Ansprüche geschädigter Kapitalanleger, WiRe Verlagsgesellschaft mbH, Göttingen

Zu einzelnen Themen

- AICHER, KALSS, OPPITZ, Grundfragen des neuen Börserechts, Bank Verlag/Orac, Wien, 1998
- ALTENDORFER, Zum neuen Tatbestand gegen Insidergeschäfte, *ecolex* 1993, 828 ff
- BRAWENZ Christian, Prospektpflicht und Prospekthafung nach dem neuen Kapitalmarktgesetz, Teil 1: Die Prospektpflicht; ÖBA 3/92, Teil 2: Die Prospekthafung; ÖBA 5/92
- BRUCKNER/SCHMOLL/STICKLER (Hrsg), Basel II, Manz Verlag Wien, 2003
- CHINI Leo/FRÖLICHSTHAL Georg, Praxiskommentar zum Bankwesengesetz, Ueberreuter 1994
- CLAUSSEN Carsten P., Das neue Börsenaufsichtsrecht, DB 1994, S 969 ff
- CLAUSSEN Carsten P., Das neue Insiderrecht, DB 1994, S 27 ff
- FRÖLICHSTHAL u. a., Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz, Ueberreuther, Wien 1998
- GANCZ Alexander, Rechtsinformationssystem Kapitalmarktgesetz, ÖBA 4/92, 5/92, 8/92
- GANCZ Alexander, Gedanken zu systembedrohenden Krisen der Finanzmärkte, ÖBA 2/05
- GANCZ Alexander, Zur Architektur des Kapitalmarktrechts, ÖBA 8/04
- HAUSMANINGER; Organisatorische Maßnahmen zur Verhinderung mißbräuchlicher Verwendung oder Weitergabe von Insiderinformationen nach der BörseGNov 1993, ÖBA 1993, 847 ff
- HOPT Klaus J., Auf dem Weg zum deutschen Insidergesetz – Die Vorüberlegungen vom Herbst 1992, in: FS f. K. Beusch, Berlin – New York 1993, S. 393 ff
- HOPT, Europäisches und deutsches Insiderrecht, ZGR 1991, 17 ff
- JERUSALEM Konrad, Die Regeln der Mitarbeitergeschäfte im Bankgewerbe durch Compliance, Grundlagen und Praxis des Bank- und Börsewesens, Erich Schmid Verlag, Berlin 1996
- JERGITSCH, F., Finalität als Schutz vor systemischen Risiken in Zahlungs- und Wertpapierliefersystemen, ÖBA 7/99
- KESTING, H. (1996): "Baseler Eigenkapitalvorschriften", ÖBA 96: 848-854
- KNOBL Peter, Die Wohlverhaltensregeln der §§ 11 bis 18 Wertpapieraufsichtsgesetz, ÖBA 1/97
- KOZIOL Helmut, Die Konkurrenz zwischen allgemeinem Zivilrecht, KMG und BörseG bei der Prospekthafung; ÖBA 10/92
- LOISTL Otto/PETRAG Robert, Asset Management Standards, Regelungen in den USA und in der EU, Schäffer Poeschel Verlag Stuttgart, 2002
- LOISTL Otto, Verlässliche Regulierung der Finanzmärkte erfordert Paradigmenwechsel der Finanzierungs- und Kapitalmarkttheorie, Manuskript 2008
- LUCIUS, Der Standard Compliance Code des österreichischen Bankwesens, ÖBA 1994, 148 ff
- RUDOLPH, B., 1997: "Die internationale Harmonisierung der Marktrisikobegrenzung", *Szenarien der europäischen Währungsunion und der Bankenregulierung*. Herausgeber Dieter Duwendag. Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Band 248, 131-158
- SCHULTE-MATTLER, H. und TRABLER, U., 1995: *Marktrisiko und Eigenkapital*. Wiesbaden: Gabler

STAFFLAGE Axel, Die Anlageberatung der Banken, Grundlagen und Praxis des Bank- und Börseswesens, Erich Schmid Verlag, Berlin 1996

STREISSLER Erich, Wie gefährlich ist die weltweite Finanzspekulation wirklich?, Wr. Zeitung, 27.7.2005

WELSER Rudolf, Prospektkontrolle und Prospekthaftung nach dem KMG, Ecolex 1992, Seite 301

WEISS Ulrich, Compliance-Funktion in einer deutschen Universalbank, Die Bank, 1993, S 136 ff

Einzelne Beispiele für Presseberichte:

„Treiben der Hedge-Fonds soll eingedämmt werden“, Wr. Zeitung, 6.7.2005 sowie

„Von Bilanzskandalen und von den Aufsichtsräten, Wr. Zeitung 2.7.2005 (vergleiche Berichterstattung über spektakuläre Fälle 1. HJ. 2006!)

„Rezept für ein Desaster“, DIE ZEIT, 19.5.2005

„Zäune für die Herde“, DIE ZEIT, 25.5.2005, Robert v. Heusinger: „Nach Jahrzehnten konsequenter Deregulierung fehlen die Belege, dass freie Finanzmärkte grundsätzlich zu höherem Wachstum und mehr Wohlstand führen...“

Robert von Heusinger, ZEIT vom 24.5.2006 „Das Risiko ist zurück“

Stephan Schulmeister, Die Presse vom 7.2.2009, „Wessen Hand war das?“