

Neben den laufenden Berichten zum Wirtschaftsgeschehen und Untersuchungen zu selbst gewählten Themen erstellt das Österreichische Institut für Wirtschaftsforschung Studien für öffentliche und private Auftraggeber zu wichtigen wirtschaftspolitischen Fragen. Ein Teil dieser Arbeiten wird vom WIFO publiziert und steht Interessenten gegen einen Druckkostenbeitrag zur Verfügung. Um den Inhalt dieser Bände einem größeren Leserkreis zugänglich zu machen, bringen die WIFO-Monatsberichte unter der Rubrik „Aus WIFO-Studien“ jeweils Auszüge mit den wichtigsten Ergebnissen (Bestellungen dieser Bücher bitte an das Österreichische Institut für Wirtschaftsforschung, Frau Holzer, Postfach 91, A-1103 Wien, Tel. (222) 78 26 01/282, Fax (222) 78 93 86, oder an den Buchhandel).

Organisation, Strukturen und Handelsmechanismen der Wertpapierbörsen im internationalen Vergleich

Franz Hahn

Wien, 1992

ISBN 3-901069-21-6

116 Seiten, S 500,—

Die Reform der europäischen Wertpapierbörsen in den achtziger Jahren stand im Zeichen der Verbesserung von Effizienz, Liquidität und Stabilität. Sie begann 1986 in London („Big Bang“) und erstreckte sich in den folgenden Jahren auf alle westeuropäischen Wertpapierbörsen. Von besonderer Bedeutung war die institutionelle und organisatorische Neugestaltung des Börsenhandels mit Beteiligungspapieren (z. B. Aktien). Die Studie beschäftigt sich ausschließlich mit diesem Bereich der internationalen Börsenreform. Sie gibt einen Überblick über die Organisationsstrukturen der europäischen Börsen und der Börsenaufsicht sowie die Ziele der Börsenreform in Europa.

Die überwiegende Mehrzahl der europäischen Börsen und der Börsen in Übersee sind privatrechtliche Organisationen. Die Wiener und die Athener Börse sind Beispiele für Börsenorganisationen des öffentlichen Rechts. In der BRD besteht ebenfalls eine zunehmende Tendenz zu privatrechtlichen Börsenträgern. Die künftige bundesweite deutsche Börse soll auf der Basis einer Aktiengesellschaft gegründet werden.

Organisatorische und institutionelle Grundstrukturen der Börsenträger im internationalen Vergleich

Die Funktionen der Börsenträger sind allgemein vom weltweiten Trend zu Autonomie und Selbstverwaltung der Börsen geprägt. Börsen sind „self-regu-

lating organisations“ (SRO): Ihre Mitglieder haben das Recht, Organisation und Geschäftstätigkeit der Institution autonom zu gestalten. Self-regulating organisations sind in der Regel auch verpflichtet, die Interessen der Allgemeinheit zu wahren (öffentlich-rechtliche Funktion).

Das Spektrum der Börsenautonomie reicht von einer unmittelbaren Einflusnahme und Überwachung der Börsen und Händler durch staatliche Organe (wie z. B. in Japan oder Italien) über eine von staatlichen Behörden kontrollierte Eigenständigkeit (wie in Deutschland, den USA, Frankreich und zum Teil in der Schweiz) zu einer größeren Autonomie, wie sie vor allem in England durch den Financial Services Act (1986) und in Österreich durch das Börsengesetz (1989) festgelegt wurde.

An allen Börsen ist ein „Stock Exchange Board“ das börsenpolitisch wichtigste Organ. Der Board setzt sich aufgrund seiner Bedeutung in vielen Ländern nicht nur aus Börsenmitgliedern, sondern auch aus unabhängigen Fachleuten und Vertretern von am Börsengeschehen direkt und indirekt beteiligten Gruppen (Investoren, Emittenten, Aufsichtsbehörde, Währungsbehörde usw.) zusammen. An vielen europäischen Börsen wird eine organisatorische Trennung zwischen den operativen und börsenpolitischen Aufgaben vorgenommen.

Börsenmitgliedschaft in Europa

An nahezu allen Börsen beruht — nach der Börsenreform — die Mitgliedschaft

auf der prinzipiellen Zulassung aller Institutionen bzw. Individuen, die für das Effektengeschäft auf eigene und/oder fremde Rechnung gemäß den gesetzlichen Bestimmungen für „fit and proper“ gelten (Licensing-Modell). In der Bundesrepublik Deutschland, in Österreich und in der Schweiz herrscht eine besondere Form des Licensing-Verfahrens vor: Das Wertpapieremissions- und Effektengeschäft ist traditionell den Banken vorbehalten (Universalbankenprinzip). Die Banken sind daher in diesen Ländern seit jeher Börsenmitglieder. In einigen EG-Ländern, z. B. in Belgien, wird das Licensing-Verfahren auf Brokerfirmen eingeschränkt. In Belgien dürfen nur Brokerfirmen nach Erfüllung bestimmter „fit and proper requirements“ Börsenmitglieder werden. An diesen Brokerfirmen können sich allerdings Banken, Versicherungen, private Investoren oder andere Brokerfirmen beteiligen. Das belgische Modell erlaubt die prinzipielle Trennung von Kredit- und Wertpapiergeschäft, wodurch eine einheitliche Börsen- und Börsenmitgliederaufsicht (Ein-Firmen-Theorie) möglich wird.

Börsen im Spannungsfeld des europäischen Finanzierungs- und Bankensystems

Als Reaktion auf den „Big Bang“ in London erhielten die Banken ab 1986 in einer Reihe von Ländern, darunter Frankreich, Belgien, Griechenland, Portugal und Spanien, die Möglichkeit, sich entweder an Wertpapier- oder Brokerfirmen zu beteiligen oder selbst die Berechtigung zum Börsenhandel zu erwerben (Börsenmitgliedschaft). Die einzigen Industriestaaten, die an einer grundsätzlichen Trennung zwischen „banking industry“ und „securities industry“ (noch) festhalten, sind die USA und Japan. In nahezu allen europäischen Ländern ist es den Banken und anderen Finanzintermediären nunmehr (zu Beginn der neunziger Jahre) möglich, direkt oder indirekt (über Beteiligung an einer Wertpapierfirma) alle Börsengeschäfte zu tätigen.

Die Bedeutung der Banken im Zusammenhang mit Börsen war jedoch bereits vor der Börsenliberalisierung in den meisten europäischen Ländern (auf direktem oder indirektem Wege) groß. Dies gilt auch für viele Länder mit lang-

jähriger Trennbankentradition (z. B. Frankreich, Belgien). Die Banken dienen in diesen Ländern für ihre Klientel (Kleininvestoren) als Orderpools für Wertpapiergeschäfte. Die Öffnung der Börsen für neue Mitglieder erfolgte in vielen Ländern nicht zuletzt auf Druck der großen Kommerzbanken.

In den Ländern mit Universalbanken-tradition, wie in Deutschland, in Österreich und in der Schweiz, haben die Banken jedoch darüber hinaus einen bestimmenden direkten Einfluß auf die Börse in ihrer Eigenschaft als self-regulating organisation und damit unmittelbar auf die Börsenpolitik. In diesen Ländern stellen die Universalbanken die überwiegende Mehrzahl der Börsenmitglieder. Die Mitglieds- bzw. Händlerstruktur der Börsen in den Ländern mit Trennbankentradition ist zumeist ausgewogener als in den Ländern mit traditionellem Universalbankenwesen. Die tatsächliche oder potentielle Vorrangstellung einer Mitgliedergruppe wird darüber hinaus an einigen Börsen durch eine paritätische Besetzung der wichtigsten Börsengremien (Board und seine Ausschüsse) mit Vertretern aller am Börsengeschehen direkt oder indirekt beteiligten Gruppen (z. B. Emittenten, Investoren usw.) neutralisiert.

Börsen im Spannungsfeld von Autonomie und öffentlichem Kontrollbedürfnis

Im Zuge der zunehmenden Internationalisierung des Wertpapiergeschäftes wird von einigen Ländern, wie etwa den USA, ein Aufsichtssystem bevorzugt, das den staatlichen Aufsichtsbehörden einen direkten Einfluß auf die Gestaltung der Börsenstrukturen und des Geschäftsablaufes auf nationaler und — durch die Kooperation mit ähnlich strukturierten Aufsichtsbehörden in anderen Ländern — auch auf internationaler Ebene ermöglicht.

Die Börsen in ihrer Eigenschaft als self-regulating organisations anerkennen in ihrer überwiegenden Mehrheit die Notwendigkeit von bestimmten Gestaltungsrechten für staatliche Aufsichtsorgane, insbesondere im Zusammenhang mit der Internationalisierung der Wertpapiermarktaufsicht. Sie plädieren jedoch mehrheitlich für eine organisatorische Lösung nach dem Vorbild Großbritanniens (Financial Services Act,

1986). In Großbritannien wurde zwischen dem Staat als statutarischem Gesetzgeber und den Börsen als self-regulating organisations eine Aufsichtsbehörde (Securities and Investments Board — SIB) eingerichtet, der weitreichende hoheitsrechtliche Befugnisse im Zusammenhang mit der Kontrolle und Gestaltung von Wertpapiermärkten und Wertpapierorganisationen übertragen wurden. Der SIB unterscheidet sich jedoch von anderen staatlichen Aufsichtsbehörden wie etwa der SEC darin, daß er sich überwiegend aus „Praktikern“, also Wertpapierfachleuten mit praktischer Erfahrung, zusammensetzt und wie eine „private agency“ organisiert und finanziert ist.

Internationale Trends im Börsenwesen

Handelssysteme

International besteht die Tendenz zu elektronischen Handelssystemen, die die Transparenz (offenes Orderbuch) und Einheitlichkeit (einheitliche Preisbestimmung für alle Wertpapiere, d. h. keine Fragmentierung) der Börsen wahren. Dieses Ziel wird am ehesten durch ein für die spezifischen Bedürfnisse einer Börse maßgeschneidertes elektronisches Handelssystem erreicht, das aus einer Kombination von order- und quotegetriebenen bzw. periodischen und kontinuierlichen Handelstechniken besteht.

Börsenautomatisierung

Die Automatisierung erstreckt sich auf alle Bereiche der Börsen und des Börsengeschäftes. Die zunehmende Automatisierung des Wertpapiergeschäftes wird generell die Integration der „off-and-on-exchange markets“ bzw. der Kassa- und Derivatbörsen verstärken. Damit werden Transparenz und Effizienz der Börsen und der außerbörslichen Märkte erhöht und letztlich die Unterschiede zwischen diesen Märkten zum Verschwinden gebracht. Elektronische Börsen ermöglichen darüber hinaus durch elektronische Frühwarn- und „Audit-trail“-Systeme eine effiziente und moderne Marktüberwachung und Marktkontrolle.

Börsenorganisation

Der internationale Trend geht in Richtung

- der Börsen als Dienstleistungszentren — dies erfordert eine privatrechtliche (corporate-style) Organisationsform —,
- einer organisatorischen Trennung von operativen und börsenpolitischen Aufgaben,
- einer „Demokratisierung“ der wichtigsten börsenpolitischen Organe durch eine paritätische Besetzung mit Vertretern aller am Börsengeschehen direkt und indirekt beteiligten Institutionen (Börsenmitglieder, Investoren, Emittenten, Staat, Währungsbehörde, unabhängige Fachleute).

Wettbewerbspolitische Rahmenbedingungen für Börsenmitglieder

International zeigt sich ein Trend zu

- einer einheitlichen Kapitalausstattungsregelung für Banken und Wertpapierfirmen,
- einer generellen Publizitätspflicht für Wertpapiergeschäfte,

- einheitlicher „licensing requirements“ für Börsenmitgliedsfirmen (d. h. für Banken und Wertpapierfirmen).

Börsen- und Börsenmitgliederaufsicht

Zu beobachten ist ein internationales Trend in Richtung

- einer internationalen Harmonisierung der Börsen- und Börsenmitgliederaufsicht,
- einer von der Bankenaufsicht unabhängigen, mit dieser jedoch kooperierenden selbständigen Kapitalmarktaufsicht.

Das Ziel einer effizienten und einheitlichen Börsen- und Börsenmitgliederaufsicht würde am besten durch eine verbindlich vorgeschriebene organisatorische Trennung von Kredit- und Wertpapiergeschäft erreicht. Börsenmäßige Wertpapiergeschäfte sollten nur von eigenständigen Wertpapierfirmen getätigt werden, an denen sich Banken, Versicherungen usw. beteiligen können. Börsenmitgliedsfirmen würden damit

nur Wertpapierfirmen sein. So wäre die organisatorische Grundlage für eine einheitliche Börsen- und Börsenmitgliederaufsicht geschaffen (z. B. in Gestalt einer — von der Bankenaufsicht unabhängigen — Kapitalmarktaufsichtsbehörde)

Ziele der europäischen Börsenreform in den achtziger Jahren

Die Schwerpunkte der europäischen Börsenreform betrafen folgende Bereiche:

- Ausbau der Autonomie der Börsenträger,
- Liberalisierung der Börsenmitgliedschaft,
- Senkung der Transaktionskosten und der börsenrelevanten Steuern,
- Automatisierung der Börsengeschäfte und von deren Abwicklung,
- Modernisierung und Flexibilisierung der Handelssysteme,
- Ausbau des Investorenschutzes

Ueberreuter Offsetdruck

*Wo Service
kein Fremdwort
ist!*

AKTIEN
BROSCHUREN
BUCHER
FLUGBLÄTTER
GESCHÄFTSBERICHTE
GESCHÄFTSDRUCKSORTEN
KALENDER
KATALOGE
PROSPEKTE
WERTPAPIERE
ZEITSCHRIFTEN

2100 KORNEUBURG, INDUSTRIESTRASSE 1

0 22 62/55 55-0