

Europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen

Eine Empfehlung der EG-Kommission

Der Römer Vertrag nennt in Art. 2 als Aufgabe der EWG auch die «harmonische Entwicklung des Wirtschaftslebens innerhalb der Gemeinschaft». Dazu gehört die Sorge für ausreichende Kapitalmittel und – spezieller – die *Ordnung der Wertpapiermärkte*.

Die EG-Kommission hat festgestellt, dass die mangelnde Kenntnis der auf den einzelnen Märkten geltenden Vorschriften bis heute dazu geführt hat, dass sich «die Anlagen der überwiegenden Mehrheit der Sparer auf die Märkte ihrer Wohnsitzländer oder auf einige sehr bekannte internationale Werte» beschränken.

Da die bisherigen Bemühungen für eine Harmonisierung in diesem Bereich erfolglos geblieben sind, hat sich die Kommission zu einem neuartigen Versuch entschlossen: Durch eine rechtlich unverbindliche *Empfehlung «betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen»*¹ soll ein erster Schritt zu grösserer Transparenz und Einheitlichkeit gemacht werden. Dabei ist sich die Kommission im klaren, dass der Erfolg in hohem Masse von der aktiven und freiwilligen Mitarbeit der Adressaten der Empfehlung abhängt.

Zielsetzung und allgemeine Tendenz

«Ziel der Wohlverhaltensregeln ist es, auf europäischer Ebene die Regeln für ein loyales Verhalten aufzustellen. Dadurch soll zweierlei erreicht werden:

- das *wirksame Funktionieren der Wertpapiermärkte*, d. h. die «Konfrontation von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage unter den bestmöglichen Bedingungen»,
- ein *angemessener Schutz des Publikums*.

Formell gliedert sich die Empfehlung in vier Teile: die Umschreibung der Zielsetzung, die Bestimmung einiger zentraler Begriffe, die Aufstellung von sechs all-

gemeinen und die Nennung von 18 ergänzenden Grundsätzen, die die allgemeinen Grundsätze konkretisieren und exemplifizieren.

Die Kommission betont, dass die an die Mitgliedstaaten gerichtete Empfehlung die spätere Verabschiedung von Richtlinien oder Verordnungen nicht präjudizieren soll.

Zum Inhalt der Empfehlung

Ausgangspunkt ist die vor allem an die gewerbmässigen Händler gerichtete Aufforderung, «bei allen Geschäften auf den Wertpapiermärkten die Regeln und Usancen zu beachten... die in den einzelnen Mitgliedstaaten für das ordnungsgemässe Funktionieren der Märkte gelten...». Damit wird auch das Primat der nationalen Rechtsordnungen klargestellt.

Ein Schwergewicht liegt auf der *Sicherstellung angemessener und gleicher Information* für alle Anleger. Allgemein wird festgehalten, dass die Information zuverlässig, zutreffend, klar, ausreichend und rechtzeitig verbreitet sein soll. Die Gesellschaften, deren Papiere auf dem Markt gehandelt werden, sind gehalten, alle sechs Monate vollständige und aktuelle Auskünfte über ihre Tätigkeit, ihre Ergebnisse und ihre finanzielle Lage zu veröffentlichen. Unverzüglich bekanntzugeben ist jeder wichtige kurswirksame Sachverhalt oder Beschluss. Bei öffentlichen Emissionen sei es «wünschenswert», vorgehend einen Prospekt zu veröffentlichen.

Verpönt wird die Ausübung von Druck zur Erlangung nicht allgemein zugänglich gemachter Information und die Ausnützung solcher Information.

Wiederholt und ausdrücklich festgehalten wird die *Pflicht zur Gleichbehandlung aller Besitzer von Wertpapieren gleicher Art*. Insbesondere soll kein Anleger und keine Anlegergruppe «bezüglich der Information günstiger als andere oder das Publikum gestellt werden». Auch ist keinem von mehreren Märkten eine Vorzugsbehandlung einzuräumen.

¹ Empfehlung der Kommission vom 25. Juli 1977 betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen, Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften Nr. L 212 vom 20. 8. 1977. Die Zitate im Text sind dieser Veröffentlichung entnommen.

Eine Reihe von Vorschlägen richtet sich an bestimmte *Personengruppen*:

- *Insider* sollen – wie bereits erwähnt – ihren Informationsvorsprung nicht ausnützen.
- Mitglieder der *Aufsichts-, Verwaltungs- und Leitungsorgane* einer Gesellschaft sollen sich im Wertpapierhandel in jeder Beziehung loyal verhalten.
- *Gewerbmässige Händler* sollen die Aufträge nach Möglichkeit auf einem geregelten Markt ausführen und nur ausnahmsweise mit sich selbst kontrahieren.

Würdigung

Der Versuch, Anliegen des Kapitalanlegerschutzes auch auf internationaler Ebene zu verwirklichen, ist zu befürworten. Positiv zu beurteilen ist auch der Ausgangspunkt: Der Schutz des Sparerers soll nicht durch Restriktionen und eine Reglementierung des Marktes erzielt werden, sondern im Gegenteil durch eine Verbesserung der Marktmechanismen und unter Wahrung der geschäftsmässigen Bedürfnisse.

Einzelne der aufgestellten Grundsätze dürften – wenn sie beachtet werden – auch einen echten Fortschritt bringen, so etwa das Postulat, kurswirksame, nicht allgemein zugängliche Informationen auch innerhalb des Betriebes geheim zu halten.

In anderen Punkten hat die Suche nach einem gemeinsamen Nenner freilich zu fragwürdigen Formulierungen geführt, indem Selbstverständliches als Ausdruck besonderen Wohlverhaltens erwähnt wird. So wird etwa betont, es müssten die «geltenden Rechtsvorschriften nicht nur dem Buchstaben, sondern auch dem Geiste nach beachtet» werden und es dürfe niemand Druck ausüben, «um die Vornahme einer regelwidrigen oder unkorrekten Transaktion zu erwirken». Was soll sodann die Feststellung, jeder Versuch, «durch betrügerische Mittel» (!) den Wertpapierpreis zu manipulieren, laufe dem Ziel der Wohlverhaltensregeln zuwider? Was soll die Aufforderung, es habe sich der gewerbmässig auf den Wertpapiermärkten Tätige «loyal zu verhalten, selbst wenn ihm dadurch in einigen Fällen unmittelbar finanzielle Vorteile entgehen können». Soll die Pflicht zur Loyalität wirklich nur auf die gewerbmässigen Händler Anwendung finden? Sollen diese nur dann gebunden sein, wenn ihnen lediglich «in einigen Fällen» finanzielle Vorteile entgehen?

Die Kommission hätte vielleicht besser daran getan, sich in dieser Hinsicht zu beschränken und Triviales nicht als besondere Tugend auszugeben.

Prof. Dr. Peter Forstmoser, Zürich