

Zentrum für Europäische Integrationsforschung  
Center for European Integration Studies  
Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn



Martin Seidel

**RECHTSETZUNG UND  
RECHTSANGLEICHUNG ALS  
FOLGE DER EINHEITLICHEN  
EUROPÄISCHEN WÄHRUNG**

**Policy Paper**

---

ISSN 1436-6045

---



Zentrum für Europäische Integrationsforschung  
Center for European Integration Studies  
Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn

Walter-Flex-Straße 3  
D-53113 Bonn  
Germany

Tel.: +49-228-73-9218  
Fax: +49-228-73-1809  
<http://www.zei.de>

**B 12  
2000**

23.06.00

rev. II

**„Rechtsetzung und Rechtsangleichung als Folge der einheitlichen  
europäischen Währung“**

**Professor Dr. Martin Seidel\***

---

Rechtsgutachterliche Stellungnahme zu dem Fragenkatalog des Generalberichterstatters Antonio Sáinz de Vicuña zu den „Legal Consequences of the Single Currency“ anlässlich des XIX. Kongresses der Federation Internationale pour le Droit Europeen, (F.I.D.E.), 01.-03. Juni 2000, Helsinki.

\* Der Verfasser, ehemaliger langjähriger Bevollmächtigter der deutschen Bundesregierung in Verfahren vor dem Europäischen Gerichtshof und später Mitglied der deutschen Delegation der Maastrichter Konferenz über die Wirtschafts- und Währungsunion, Mitglied des Vorstands der Wissenschaftlichen Gesellschaft für Europarecht, lehrt Europarecht, Währungs- und Wirtschaftsrecht sowie Subventionsrecht der EU an der Westfälischen Wilhelms-Universität, Münster, an der Universität des Saarlandes und an der Donau-Universität in Krems an der Donau und ist am Zentrum für Europäische Integrationsforschung an der Universität Bonn als Forschungsprofessor tätig.\*

## **Gliederung:**

### **Erster Teil: Bemerkungen vorab zum Fragenkatalog**

#### **A) Allgemeine Bemerkungen**

- I) Die Harmonisierung des Zivilrechts als Schwerpunktthema des Fragenkatalogs**
- II) Regelungsbedarf aus Gründen konstitutioneller Schwächen der Europäischen Währungsunion**
  - **Unzulängliche rechtliche Verwirklichung des Gemeinsamen Marktes**
  - **Unzulängliche rechtliche Errichtung eines gemeinsamen Finanz- und Kapitalmarktes als Grundlage der Währungsunion**
  - **Aufteilung der Zuständigkeit für die Wirtschaftspolitik und die Währungspolitik zwischen den Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft**
  - **Struktur des Europäischen Systems der Zentralbanken ohne Bezug zur klassischen Zentralbank**

#### **B) Regelungsbedarf im Bereich des Kapitalmarktes**

- I) Aufhebung vertraglicher Schutzklauseln**
- II) Sekundär-Gesetzgebung und Rechtsangleichung**
- III) Probleme der Handlungsermächtigungen**
- IV) Organisation der Aufsicht über Banken, Börsen und Kapitalanlagegesellschaften**

#### **C) Rechtsetzung zur Sicherung des Euro**

#### **D) Harmonisierung des Wertpapierrechts**

- I) Kapitalmarkt und Harmonisierung des Wertpapierrechts**
- II) Geldpolitik und Harmonisierung des Wertpapierrechts**
  - 1) Wertpapiere zur Besicherung der Ausgabe von Banknoten und Giralgeld**
  - 2) Emission von Banknoten durch die Europäische Zentralbank und die nationalen Zentralbanken**

- 3) Anforderungen an Wertpapiere bei der Emission von Banknoten und Geld**
  - a) Die Vorstellungen der Europäischen Zentralbank**
  - b) Rechtliche Durchsetzung zulässiger Sicherheiten**

**E) Abschließende Bemerkungen**

**Zweiter Teil:**

**Kommentierung und Anmerkungen zu den einzelnen Fragen des  
Generalberichtstatters**

## **Erster Teil: Bemerkungen vorab zum Fragenkatalog**

### **A) Allgemeine Bemerkungen**

#### **I) Die Harmonisierung als Schwerpunktthema des Fragenkatalogs**

Der Vertrag von Maastricht hat als - nunmehr neue - zweite Aufgabe der Europäischen (Wirtschaft-) Gemeinschaft die Wirtschafts- und Währungsunion errichtet. Sie stellt den abschließenden Baustein des Gemeinsamen Marktes dar und soll zugleich den weiteren Ausbau der Europäischen Union zu einer „Politischen Union“ der Völker Europas erleichtern.

Vom Generalberichtersteller wird die Frage aufgeworfen, ob sich aus der Einführung des Euro als neuer europäischer Einheitswährung zur Absicherung der Wirtschafts- und Währungsunion Konsequenzen in Form weiterer Rechtsangleichungs- und Rechtsetzungsmaßnahmen der Gemeinschaft ergeben. Der Frage liegt als Leitbild in Anlehnung an die Vorstellung „one market, one currency“ die Formel „one market, one law“ zugrunde. Sie richtet sich auf etwaige Rechtsangleichungs- und Rechtsetzungsmaßnahmen vornehmlich im Bereich des Zivilrechts. Der Ausbau der Rechtsordnung der Gemeinschaft im Bereich des Öffentlichen Rechts bleibt schwerpunktmäßig ausgeklammert.. Dies geschieht mit dem formalen Argument, daß insoweit – anders als über die Konsequenzen der Einführung des Euro für das Privatrecht – bereits viele Konferenzen stattgefunden hätten und es auch schon Doktrinen gäbe.

Die Beschränkung auf eine Analyse der Auswirkungen der Einführung des Euro auf das Zivilrecht schließt jedoch die Einbeziehung öffentlich-rechtlicher Fragen nicht aus. Zwischen der Rechtsangleichung im Bereich des Zivilrechts, insbesondere der kapitalmarkt- und währungsrechtlich relevanten Harmonisierung des Wertpapierrechts, die im Vordergrund steht, und der Rechtsangleichung und Rechtsetzung der Gemeinschaft im Bereich des Öffentlichen Rechts besteht in vieler Hinsicht ein nicht trennbarer Zusammenhang.

Das Thema, über das auf der Grundlage des Fragenkatalogs Landesberichte und damit auch ein deutscher Landesbericht erstellt werden soll, ist integrationspolitisch aktuell. Die Kommission hat dem Rat, dem Europäischen Parlament und der europäischen Öffentlichkeit im vergangenen Jahr in Form einer „Mitteilung“ einen Aktionsplan „Finanzdienstleistungen: Umsetzung des Finanzrahmens“ vorgelegt, über den im Rahmen einer Arbeitsgruppe von hochrangigen Vertretern und Sachverständigen der Mitgliedstaaten im Rat beraten wird<sup>1</sup>. In dem Aktionsplan sind eine Vielzahl von Maßnahmen der Rechtsgestaltung und Rechtsetzung, die aus der Sicht der Kommission erforderliche erscheinen, aufgelistet. Der Fragenkatalog des Generalberichterstellers geht über den Katalog der Vorschläge der Kommission hinaus. Ihm scheint ganz allgemein die Besorgnis zugrunde zu liegen, daß die Währungsunion die in sie gesetzten Erwartungen nicht erfüllen kann, sofern nicht in beträchtlichem Ausmaß zusätzliche Maßnahmen der Rechtsangleichung seitens der Europäischen Gemeinschaft getroffen und bestehende Regelungen der Gemeinschaft an die Erfordernisse der Währungsunion angepaßt werden.

---

<sup>1</sup> Mitteilung der Kommission KOM(1999)232, 11.05.99 Finanzdienstleistungen: Umsetzung des Finanzrahmens: Aktionsplan

## II) Regelungsbedarf aus Gründen konstitutioneller Schwächen der Europäischen Währungsunion

Der europäischen Währungsunion werden im wesentlichen vier konstitutionelle Schwächen nachgesagt. Diese sind:

- Der Gemeinsame Markt ist nach wie vor nicht vollendet. Eine Vielzahl von Maßnahmen der Rechtsangleichung und Rechtsetzung der Gemeinschaft steht nach wie vor aus. Die Regierungskonferenz von Maastricht hat es versäumt, die Vollendung des Binnenmarktes rechtlich zur Voraussetzung für den Eintritte in die Währungsunion zu machen<sup>2</sup>. Das Regelungsdefizit ist besonders groß, wenn die Verwirklichung der Freiheit des Kapitalverkehrs dem Gemeinsamen Markt zugerechnet wird. Der Vertrag von Maastricht hat allerdings die Regelungen es Vertrages von Rom über die Freiheit des Kapitalverkehrs durch neue Regelungen ersetzt. Seitdem wird die Errichtung eines einheitlichen Kapitalmarktes systematisch mehr der Wirtschafts- und Währungsunion zugerechnet.
- Die rechtliche Ausgestaltung des Kapitalmarktes der Gemeinschaft als Grundlage der Währungsunion ist unvollkommen und entspricht nicht den Anforderungen, die eine Währungsunion an „ihren Kapitalmarkt“ stellt<sup>3</sup>.
- Die aufgeteilte Zuständigkeit der Gemeinschaft für die Währungspolitik und der Mitgliedstaaten für die Wirtschaftspolitik, insbesondere auch für die Haushalts- und Finanzpolitik, die Beschäftigungspolitik sowie für die Einkommens- und Lohnpolitik kann sich als eine konstitutionelle Schwäche erweisen.<sup>4</sup>
- Die Währungspolitik ist nicht einer dem Vorbild der Mitgliedstaaten entsprechenden klassischen Zentralbank, sondern mit dem „Europäischen System der Zentralbanken“ einer zwischenstaatlichen Einrichtung überantwortet<sup>5</sup>. Als besondere Schwäche des

<sup>2</sup> Vgl. Martin Seidel „Der Binnenmarkt ist noch lange nicht vollendet“ in Handelsblatt vom 22.09.1999 Nr. 183 S. 63 ff.

<sup>3</sup> Vgl. Stefan Weber „Kapitalverkehr und Kapitalmärkte im Vertrag über die Europäische Union“ in EuZW 1992, S. 561 ff, ders. „Kapitalmarkt-, Börsen- und Investmentrecht“ in Manfred Dausen, Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, F.III., München 1992 / 1999, Martin Seidel „Recht und Verfassung des Kapitalmarktes als Grundlage der Währungsunion“ in Albrecht Randelzhofer/Rupert Scholz/Dieter Wilke, Gedächtnisschrift für Eberhard Grabitz, München 1995.

<sup>4</sup> Vgl. Martin Seidel „Die Verfassung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion als Wirtschaftsunion“ in Vorträge, Reden und Berichte Nr. 348/1996 aus dem Europa-Institut – Sektion Rechtswissenschaft – der Universität des Saarlandes, ferner zum gleichen Thema in Wilhelm Nölling / Karl Albrecht Schachtschneider und Joachim Starbatty (Hrsg.) Festschrift für Wilhelm Hankel, Stuttgart, 1999, S.165 ff.

<sup>5</sup>Vgl. Kurt Biedenkopf „Zur Europäischen Währungsunion“ in Wilhelm Nölling / Karl Albrecht Schachtschneider und Joachim Starbatty (Hrsg.) Festschrift für Wilhelm Hankel, Stuttgart, 1999,S. 13 ff., ferner Martin Seidel „Legal Aspects of Economic and Monetary Union“ in Peter-Christian Müller-Graff / Erling Selvig (eds.) Deutsch-Norwegisches Forum des Rechts / Skriftserie for Tysk-Norsk Rett, Band 3, Berlin / Tano Aschehoug 2000, ders. „Die Wirtschafts- und Währungsunion im rechtlichen und politischen Gefüge der Europäischen Union“ in Rolf Caesar / Hans-Eckart Scharrer (Hrsg.) „Ökonomische und politische Dimensionen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion“, Veröffentlichungen des HWWA-Institus für Wirtschaftsforschung–Hamburg, Bd. 52, in Zusammenarbeit mit dem Arbeitskreis Europäische Integration, Baden-Baden, 1999, S. 215-251.

„Eurosystems“ wird die parallele Befugnis zur Ausgabe von Euro-Geld und Euro-Banknoten angesehen, die darin besteht, daß Geld nicht ausschließlich durch die Europäischen Zentralbank, sondern parallel dazu auch von den nationalen Zentralbanken ausgegeben wird.. Die Versorgung der Wirtschaft der Gemeinschaft durch die nationalen Zentralbanken mit Geld erfolgt gegen „Sicherheiten“ ihrer zugelassenen Geschäftspartner, ohne daß zwangsläufig deren einheitliche Bewertung gesichert ist.<sup>6</sup>

Im Rahmen dieses deutschen Berichts wird u. a. der Frage nachgegangen werden, inwieweit die konstitutionellen Schwächen der Währungsunion, insbesondere der Rückstand beim Ausbau des Kapitalmarktes und die Gefährdung der Währungsunion durch das parallele Notenemissionsrecht ohne das beschwerliche Verfahren der Änderung oder Ergänzung des Vertragswerks, auf dem die Wirtschafts- und Währungsunion beruht, durch Rechtsangleichung der Gemeinschaft behoben werden können. Die Fragen des Generalberichterstatters zielen auch hierauf ab.

## **B) Zum Regelungsbedarf im Bereich des Kapitalmarktes**

Ökonomisch betrachtet, hat sich in der Europäischen Gemeinschaft bislang noch kein einheitlicher Kapitalmarkt entwickelt. Mit ursächlich hierfür ist der unzulängliche rechtliche Rahmen, den das Gemeinschaftsrecht für einen integrierten Kapitalmarkts zur Verfügung stellt.

Rechtlich gesehen, bestehen in den meisten Bereichen des Kapitalmarktes noch nationalen Teilmärkte.

### **I) Aufhebung vertraglicher Schutzklauseln**

Es bedarf bereits noch zusätzlicher Regelungen, um die sog. erste Stufe der Errichtung eines einheitlichen Kapitalmarktes, nämlich die Freiheit grenzüberschreitender Kapitalbewegungen in der Gemeinschaft restlos zu verwirklichen. Auch nach der Neuordnung der vertraglichen Regelungen über die Freiheit der grenzüberschreitender Kapitalbewegungen im Vertrag von Maastricht sind Beschränkungen der Freiheit des Kapitalverkehrs in der Gemeinschaft zulässig. Weder haben die Mitgliedstaaten bestehende Beschränkungen restlos abzubauen brauchen, noch wurden bestehende Schutzklauseln aufgehoben noch wurde auf der Konferenz von Maastricht vor der Einführung neuer Schutzklauseln halt gemacht. Die Wissenschaft weist auf die Unzulänglichkeit der Regelungen, die sich durch eine korrigierende Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs kaum beheben lassen, zunehmend hin. Die Lücken des vertraglichen Kapitalmarktrechts sind auch zu groß, als daß

---

<sup>6</sup> Vgl. hierzu Gunnar Heinsohn und Otto Steiger „Zentralbank und Europäische Währungsunion“ in Wilhelm Nölling / Karl Albrecht Schachtschneider und Joachim Starbatty (Hrsg.) Festschrift für Wilhelm Hankel, Stuttgart, 1999, dies. „Das Eurosystem und die Verletzung der Zentralbankregeln“ in MZSG-Forum, St. Gallen, 2000..

sie über Maßnahmen des Gesetzgebers der Gemeinschaft geschlossen werden könnten. Insoweit bleibt der Vertragsgesetzgeber gefordert<sup>7</sup>.

Die Sekundär-Gesetzgebung des Rates und des Europäischen Parlaments im Bereich des Kapitalmarktes kann sich solange nicht voll entfalten, wie die Lücken des vertragliche Kapitalmarktrechts nicht geschlossen sind.

## **II) Sekundär-Gesetzgebung und Rechtsangleichung**

Des Kapitalmarkt erfordert Sekundär-Gesetzgebung in einem Ausmaß, das weit über die in diesem Bereich bereits erfolgte, nicht unbeträchtliche Gesetzgebung hinaus geht. Das Regelungssystem des Kapitalmarktes, der die Grundlage der Währungsunion bildet, kann sich nicht darin erschöpfen, daß grenzüberschreitende Kapitalbewegungen innerhalb der Gemeinschaft von Beschränkungen freigestellt werden. Die zahlreichen bislang bereits vom Gemeinschaftsgesetzgeber erlassenen Richtlinien sind ein Beleg dafür, daß ein einheitlicher Kapitalmarkt, zumal wenn er die Funktionsfähigkeit der Währungsunion sichern soll, Rechtsgestaltung der Gemeinschaft in den verschiedensten Rechtsbereichen, angefangen vom Aufsichtsrecht über die Banken, die Börsen, den Wertpapierhandel und die Kapitalanlagegesellschaften bis hin über gesellschaftsrechtliche Regelungen der Rechnungslegung zum Steuerrecht erfordert. Die Fragen des Generalberichterstatters zielen mit Recht auf das beträchtliche Ausmaß der Rechtsangleichung zur Herstellung des Kapitalmarktes, insbesondere auf die Angleichung des Wertpapierrechts ab.

Da der rechtliche Rahmen für integrierte Wertpapier- und Aktienmärkte sowie für die anderen Teilmärkte des Kapitalmarktes noch nicht vollendet ist, ist ersichtlich auch die Kapitalverflechtung innerhalb der Gemeinschaft bislang nur begrenzt verwirklicht. Für Finanzdienstleistungen im Firmenkundenbereich (sog. „whole sale“- Bereich) dürfte die Integration der nationalen Märkte mangels herkömmlicherweise geringerer Reglementierung dieses Sektors größer sein als für Finanzdienstleistungen im Privatkundenbereich (sog. „retail“- Sektor). Für den Privatkundenbereich kann wahrscheinlich von einem integrierten Kapitalmarkt nicht einmal ansatzweise gesprochen werden. Die gewerbsmäßige Gewährung vom Hypotheken in andere Mitgliedstaaten erfordert ein einheitliches und miteinander verschränktes Hypothekenrecht der Mitgliedstaaten. Da das Hypothekenrecht in allen Mitgliedstaaten zwingendes Recht ist, steht es anders als weite Bereiche des Schuldrechts nicht zur Disposition der Vertragsparteien. Das nationale und von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat unterschiedliche Hypothekenrecht kann nicht nach der sog. „Cassis de Dijon“-Philosophie von den Mitgliedstaaten in der Weise wechselseitig anerkannt werden, daß es in den anderen Mitgliedstaaten neben dem Hypothekenrecht der jeweiligen Mitgliedstaaten Geltung beansprucht. Die nationalen Grundbücher können ihre Funktion nicht mehr erfüllen, wenn in ihnen nebeneinander Hypotheken verschiedenster rechtlicher Ausgestaltung durch die anderen Mitgliedstaaten eingetragen sind. Gleichermaßen kann die Abschottung der nationalen Kapitalmärkte, soweit sie auf unterschiedliches Wertpapierrecht, unterschiedliches Bürgschafts- und Pfandrecht, allgemein gesehen, durch zwingendes, nicht der Disposition der Parteien überlassenes Zivilrecht beruht, allenfalls in begrenztem Ausmaß durch wechselseitige Anerkennung, in großen und ganzen jedoch nur durch eine gemeinschaftseinheitliche Gesetzgebung überwunden werden.

Die Frage ist, ob die bestehenden Kompetenzen der Gemeinschaft Maßnahmen der Rechtsangleichung in einem Ausmaß ermöglichen, das ein funktionsfähiger Kapitalmarkt im

---

<sup>7</sup> Vgl. oben Fn. 3.



Lichte der Währungsunion erfordert. Die Frage der Kompetenzen stellt sich entgegen einer weit verbreiteten Annahme keineswegs nur im Zusammenhang mit der für erforderlich erachteten Harmonisierung mitgliedstaatlichen Rechts; sie stellt sich vielmehr gleichermaßen für Maßnahmen der wechselseitige Anerkennung. Auch die wechselseitige Anerkennung erfordert, sofern sie auf eine Geltung des nationalen Rechts in anderen Mitgliedstaaten hinausläuft, einen Rechtsakt des Gemeinschaftsgesetzgebers, nämlich über das „ob“ und das Ausmaß der Anerkennung. Die Problematik der möglicherweise fehlenden Rechtsgrundlage ist nicht auf die Rechtsangleichung beschränkt

### **III) Probleme der Handlungsermächtigungen**

Der Vertrag von Maastricht hat die bestehenden Rechtsetzungs- und Rechtsangleichungs-Kompetenzen der Gemeinschaft weder erweitert noch der Gemeinschaft zusätzliche Kompetenzen überantwortet. Die nachträgliche Ergänzung der Regelungen des Maastrichter Vertrages ausschließlich zur Erweiterung der Kompetenzen der Gemeinschaft ist kein realistische Annahme. Sofern nicht aus anderen Gründen das Verfahren der Vertragsänderung eingeleitet werden sollte, bleibt nur die Möglichkeit, die bestehenden Kompetenzen, damit sie der Währungsunion Rechnung tragen können, entsprechend weit auszulegen. Aus der Tatsache, daß der Gemeinschaft auf der Konferenz von Maastricht weiterreichende Rechtsetzungs-Kompetenzen nicht ausdrücklich zugewiesen worden sind, darf nicht – mit dem Hinweis auf das Prinzip der Subsidiarität - auf eine Interpretationssperre geschlossen werden. Davon ist ungeachtet des Umstandes auszugehen, daß die Konferenz von Maastricht die Ausweitung der Kompetenzen der Gemeinschaft in anderen Bereichen ausdrücklich beschlossen hat.

In Betracht kommen die Handlungsermächtigungen der Artikel 94 (ex-Artikel 100) EG-Vertrag, Artikel 95 (ex-Artikel 100 a) EG-Vertrag, Artikel 308 (ex-Artikel 235) EG-Vertrag, Artikel 47 (ex-Artikl 57) EG-Vertrag und Artikel 55 (ex-Artikel 66 EG-Vertrag).

Entsprechend interpretiert, ermöglichen die genannten Handlungsermächtigungen in großem Ausmaß Rechtsetzung und Rechtsangleichung zur Verwirklichung des Kapitalmarkts. Die Freiheit des Kapitalverkehrs zählt traditionell zum Regelungssystem des „Gemeinsamen Marktes“, dessen Errichtung und Funktionieren namentlich die Artikel 94 (ex-Artikel 100) EG-Vertrag und 308 (ex-Artikel 235) EG-Vertrag sichern. Die erforderlichen Rechtsakte lassen sich weitestgehend auf Artikel 94 (ex-Artikel 100) EG-Vertrag, nicht dagegen, jedenfalls nicht gänzlich auf Artikel 95 (ex-Artikel 100 a) EG-Vertrag stützen. Auf der Grundlage der Ermächtigungsnorm des Artikel 59 EG-Vertrag können allenfalls diejenigen mitgliedstaatlichen Regelungen „harmonisiert“, im Sinne von abgebaut werden, die sich als diskriminierende Beschränkungen grenzüberschreitender Kapitalbewegungen erweisen. Mit Ausnahme der Rechtsangleichung von Regelungen, die wie Teilbereiche des Verbraucherschutzrechts mit finanziellen Dienstleistungen oder Kapitalbewegungen als deren Standards über die Grenzen wirken, können Rechtsakte der Gemeinschaft, durch die unterschiedliches Recht der Mitgliedstaaten zum Zweck einer notwendigerweise einheitlichen Regelung für den Kapitalmarkt harmonisiert und miteinander verschränkt wird, auf der Grundlage dieser Ermächtigungsnorm nicht erlassen werden. Dies gilt insbesondere für die Harmonisierung direkter Steuern; diese Einschränkung würde aber auch, falls dessen Harmonisierung sich für erforderlich erweist, für die Angleichung des Wertpapierrechts, des Bürgschaftsrechts, des Pfandrechts sowie weiterer Teile des Zivilrechts gelten.

Die Ermächtigung des Artikel 94 (ex-Artikel 100) EG- Vertrag ermöglicht die einheitliche Rechtsetzung nur im Wege des zweistufigen Verfahrens der Richtlinie, nicht dagegen auch im Wege des einstufigen Verfahrens der Verordnung. Das einstufige Verfahren der Verordnung gewährleistet die notwendige Einheitlichkeit des Gemeinschaftsrechts, insbesondere die Einheitlichkeit der Anwendung des Gemeinschaftsrechts durch die Mitgliedstaaten weitaus besser als das zweistufige Verfahren der Richtlinie. Dies gilt ungeachtet der Tatsache, daß das zur Umsetzung einer Richtlinie ergangene mitgliedstaatliche Recht - mittelbar über die Interpretation der Richtlinie - der Überprüfung durch den Europäischen Gerichtshof unterliegt. Divergierende Rechtsentwicklungen in den Mitgliedstaaten, die bei der Umsetzung völkerrechtlicher Verträge mit Modellgesetzen für die nationalen Umsetzungs-Gesetzgeber, wie die Übernahme der Scheck- und Wechselrechts-Konvention der zwanziger Jahre in nationales Recht zeigt, entstehen, sind durch die mittelbare Überprüfung der Umsetzungs-Gesetzgebung durch den Europäischen Gerichtshof nur in Grenzen möglich. Sofern der Weg in die einstufige Rechtsetzung der Verordnung gleichwohl angezeigt sein sollte, muß auf die Handlungsermächtigung des Rates gemäß Artikel 308 (ex-Artikel 235) EG-Vertrag zurückgegriffen werden, die den Erlaß von Verordnungen ermöglicht. Sollte der Gemeinschaftsgesetzgeber auf diese Ermächtigung zurückgreifen, kann ihm nicht entgegen gehalten werden, daß er die Handlungsermächtigung exzessiv interpretiere. Es geht darum, eine Lücke im System der Handlungsermächtigungen der Gemeinschaft zu schließen, damit durch ein einheitliches Kapitalmarktrecht die Währungsunion stabilisiert wird.

#### **IV) Organisation der Aufsicht über Banken, Börsen und Kapitalanlagegesellschaften**

Zur Kompletierung des Regulationssystems des Kapitalmarkts gehört auch die Organisation der Aufsicht über die Finanzinstitute, die Börsen und die Kapitalanlagegesellschaften (Investmentsfonds). Bei der Harmonisierung des Bankenaufsichtsrechts etc. legt der Gemeinschaftsgesetzgeber traditionell fest, daß es bei der Aufsicht über die Finanzinstitute durch die Mitgliedstaaten verbleibt, daß aber die Mitgliedstaaten ihre Aufsichtsführung, insbesondere die Zulassungen zur Aufnahme der Tätigkeit nach dem sog. Heimatland-Prinzip wechselseitig anerkennen. Das Heimatland-Prinzip verlangt jedoch einerseits von der Verwaltung und den Gerichten der Mitgliedstaaten, daß sie einander „full faith and credit“ gewähren; andererseits sind die Strukturen der Verwaltung und der Gerichtsbarkeit der Mitgliedstaaten nicht ausreichend homogen und auch nicht homogenisierbar. Daher stößt die wechselseitige Anerkennung von Staatshoheitsakten in allen Bereichen ihrer Anwendung, vornehmlich unter der Perspektive zunehmender äußerer Erweiterungen der Europäischen Union, seit längerer Zeit auf Grenzen ihrer Akzeptanz. Dies gilt auch für die wechselseitige Anerkennung der Aufsichtsführung über die Kreditinstitute, die Börsen und die Kapitalanlagegesellschaften im Rahmen einer Währungsunion, die in weitaus größerem Maße als der Gemeinsame Markt auf die Sicherheit der Finanzmärkte angewiesen ist. Den Erfordernissen, die die Währungsunion stellt, wäre nicht genüge getan, wenn der Gemeinschaft der Übergang zur Einrichtung einer zentralen Aufsicht über die Banken etc. aus Gründen der traditionellen Verfahrensweise des Gemeinschaftsgesetzgebers oder mangels einer ausreichenden Kompetenz des Vertrages von Rom verbaut wäre. Dementsprechend sieht der Vertrag von Maastricht in Artikel 105 Absatz 6 (ex-Artikel 105) EG-Vertrag ausdrücklich vor, daß der Rat durch einstimmigen Beschluß mit Zustimmung des

Europäischen Parlaments – auf Vorschlag der Kommission nach Anhörung des Europäischen Zentralbank - der Europäischen Zentralbank „besondere Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute und sonstiger Finanzinstitute mit Ausnahme der Versicherungsunternehmen“ übertragen darf.

Zu bedenken ist jedoch, daß die Europäische Zentralbank im Rahmen ihrer Aufsichtsführung über die Kreditinstitute, die Börsen und die Kapitalanlagegesellschaften nicht die Weisungsunabhängigkeit in Anspruch nehmen könnte, die ihr für währungspolitischen Aufgaben eingeräumt ist. In ihrer zusätzlichen Funktion würde die Europäische Zentralbank je nach Ausgestaltung der Gesetzgebung den Weisungen der Kommission oder des Rates unterliegen. Die zusätzliche Funktion der Europäischen Zentralbank als Banken, Börsen- und Aufsicht über die Wertpapierhäuser könnte ihre Unabhängigkeit als Währungsbehörde gefährden.

Der Vertragsgeber von Maastricht scheint diese Gefahr nicht übersehen zu haben. Artikel 14.4 der Satzung über das „Statut des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) und der Europäischen Zentralbank (EZB)“ gestattet an sich denjenigen nationalen Zentralbanken, die bislang „andere Aufgaben“, nämlich die Banken-, Börsen-, Versicherungs-, Wertpapier- oder Wettbewerbsaufsicht wahrgenommen haben, diese einstweilen beizubehalten. Vorgesehen ist aber, daß die Mitgliedstaaten die betreffenden Zentralbanken von diesen Aufgaben freizustellen haben, wenn der Rat dies mit zwei Drittel Mehrheit beschließt. Diese Ermächtigung ist dem Rat zur Sicherung der Weisungsunabhängigkeit der nationalen Zentralbanken bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben im Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken eingeräumt. Aus entsprechenden ordnungs- und verfassungspolitischen Erwägungen ist daher auf der europäischen Ebene der Errichtung einer selbständigen Aufsichtsbehörde für das Kreditwesen, über die Börsen und die Kapitalanlagegesellschaften - nach deutschem Vorbild - der Vorzug einzuräumen.

Die Handlungsermächtigung des Artikels 308 (ex-Artikel 235) EG-Vertrag reicht allerdings herkömmlicher Auffassung nach nicht aus, um „obere“ Gemeinschaftsbehörden zu errichten, die wie verschiedene „Ämter“ der Gemeinschaft keine verselbständigten Dienste der Kommission oder des Rates, sondern selbständige Behörden im Sinne deutschen Staats- und Verwaltungsverständnisses sind. Für die Errichtung eines Kreditaufsichtsamts der Gemeinschaft, einer Börsenaufsicht und einer Aufsichtsbehörde über die Kapitalanlagegesellschaften müßte daher ebenso wie für die Errichtung eines Kartellamts der Gemeinschaft, wie sie von deutscher Seite im Rahmen der Amsterdamer Konferenzverhandlungen erfolglos vorgeschlagen worden war, eine Ermächtigung des Gemeinschaftsgesetzgebers durch eine Ergänzung des EG-Vertrages erst begründet werden.

Weniger aus Gründen der Schwerfälligkeit des Verfahrens der Vertragsänderung als aus Gründen der Subsidiarität wird verschiedenerseits als Ausweg vorgeschlagen, daß es bei der Aufsichtsführung durch die Mitgliedstaaten verbleiben sollte, der Gemeinschaftsgesetzgeber jedoch einheitliche Kriterien und Maßstäbe der Aufsichtsführung festlegen und die Mitgliedstaaten, deren Aufsichtsführung den Erfordernissen einer sachgerechten Aufsichtsführung nicht gerecht würden, der Staatshaftung der Mitgliedstaaten – unter einer Kompensation der Verluste der Anleger - unterwerfen sollte. Dieser Vorschlag, der ersichtlich an dem Prinzip der dezentralen Struktur der Gemeinschaft orientiert ist, übersieht indes, daß eine - verschuldensunabhängige - Haftung der Mitgliedstaaten für Schäden, die den Sparern und Anlegern als Folge unzulänglicher Maßnahmen der Aufsichtsführung ihrer Behörden entstehen, vermutlich erst durch einen Rechtsakt der Gemeinschaft begründet werden müßte und überdies in der praktischen Durchsetzung seitens der Gemeinschaft in den meisten Fällen

nur über die Anrufung des Europäischen Gerichtshofs gesichert werden könnte. Auch diese Lösung führt nicht an der Frage vorbei, ob nicht vorab eine Vertragsänderung aus dem Grund erforderlich ist, weil die Gemeinschaft die Staatshaftung der Mitgliedstaaten nicht auf der Grundlage bestehender Handlungskompetenzen der Gemeinschaft einführen kann. Sicherzustellen wäre außerdem, daß die Staatshaftung gegebenenfalls in den allen Mitgliedstaaten in gleicher Weise zum Tragen gelangt. Denn die Aufsicht über die Kreditinstitute, die Börsen und die Kapitalanlagegesellschaften bezweckt keineswegs – vergleichbar dem Verbraucherschutz - nur den Schutz der Sparer, Anleger und Gläubiger, sondern hat zugleich nicht zuletzt im Interesse der Währungsunion das Vertrauen in das Banken- und Finanz-System in seiner Gesamtheit zu gewährleisten. In einer Währungsunion dient die vorgeschlagene Staatshaftung dem Schutz nicht nur des Finanzsystems des betreffenden Mitgliedstaates, vielmehr hat sie als Komponente des dezentralen Systems der Aufsichtsführung das Vertrauen in das gesamte Banken- und Finanzsystem der Gemeinschaft zu sichern.

### **C) Rechtsetzung zur Sicherung des Euro**

Die entscheidende Frage ist, ob der Euro ohne einen weiteren flankierenden rechtlichen Ausbau der Währungsunion die an ihn gestellten Erwartungen erfüllen kann. Die Frage ist um so mehr berechtigt, da die zu erwartende Erweiterung der Europäischen Gemeinschaft auf bis zu 28 Mitgliedstaaten die Solidarität der Völker der Gemeinschaft nicht zwangsläufig stärken wird und auch keineswegs sicher mit einem inneren Ausbau der Gemeinschaft im Sinne eines Einstiegs in eine echte Politische Union verbunden sein wird. Auf den Konferenz von Maastricht wurde der Europäischen Gemeinschaft die Währungspolitik quasi als eine überstaatlich wahrzunehmende Aufgabe überantwortet; die Europäische Gemeinschaft ihrerseits wurde aber nicht von einem Staatenverband in einen Staatsverband – bundesstaatlicher Ausprägung – umgewandelt. Zur Wahrnehmung der Währungspolitik durch die Gemeinschaft konnte daher auf der Ebene der Europäischen Gemeinschaft keine klassische Zentralbank, sondern mußte eine der Struktur der Gemeinschaft entsprechende zwischenstaatlichen Einrichtung in Form des „Europäischen Systems der Zentralbanken“ errichtet werden. Dieses besteht aus den Zentralbanken der Mitgliedstaaten und der als deren gemeinsames Institut neu geschaffenen Europäischen Zentralbank. Seiner Struktur nach ist das „Europäische System der Zentralbanken“ nicht mit den Zentralbanken der Mitgliedstaaten, in Deutschland weder mit der Deutschen Bundesbank noch mit deren Vorgängerin, der Bank Deutscher Länder, und auch nicht mit der US-amerikanischen Zentralbank, dem Federal Reserve System in seiner seit der Weltwirtschaftskrise bestehenden Verfassung vergleichbar. Im Rahmen der Entwicklungsstadien des Zentralbankwesens der Neuzeit datiert das „Europäische System der Zentralbanken“ in die Zeit vor der Reform des US-amerikanischen Zentralbanksystems der dreißiger Jahre.

Es bestehen daher Zweifel, ob „Europäische System der Zentralbanken“ die Leistungstärke einer klassischen Zentralbank auf Dauer aufweisen wird. Die Zweifel sind um so mehr berechtigt, als die Kompetenzen der Wirtschafts- und Währungspolitik in der Gemeinschaft anders als in einem modernen Staatswesen aufgeteilt sind. Die Währungspolitik bildet mit der Wirtschaftspolitik, insbesondere mit der Haushalts- und Finanzpolitik eine Einheit in dem Sinne, daß die Wirtschaftspolitik und die Währungspolitik selbst innerhalb bundesstaatlich gegliederter Staatswesen wie der Bundesrepublik Deutschland nicht auf unterschiedlichen Ebenen wahrgenommen wird. Innerhalb der Europäischen Gemeinschaft ist dagegen auch

nach Maastricht die Wirtschaftspolitik ein Verantwortungsbereich der Mitgliedstaaten, während die Währungspolitik der zentralen Ebene der Gemeinschaft überantwortet ist. Die Übertragung der Währungssouveränität auf die Gemeinschaft, ohne daß die Verantwortung und Zuständigkeit für die Wirtschaftspolitik gleichermaßen auf die Ebene der Gemeinschaft verlagert ist, birgt unter Umständen Risiken in sich, die sich mangels historischer Erfahrungen nicht abschätzen lassen. Durch die Haushaltspolitik und durch die Lohnpolitik, die nach dem Maastrichter Modell der Währungsunion ein nationaler Verantwortungsbereich geblieben sind, kann die auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik des Europäischen Systems der Zentralbanken jederzeit kompromittiert werden. Einem zentralen Verantwortungsträger für die Währungspolitik stehen gegebenenfalls bis zu 28 nationale Verantwortungsträger für die Haushalts- und Finanzpolitik sowie für die Einkommens- und Lohnpolitik als Mitverantwortungsträger für die Stabilität der europäischen Währung gegenüber. Nur die Haushaltspolitik der Mitgliedsstaaten ist durch bestimmte Regelungen des Gemeinschaftsrechts, nämlich die Normen und Verfahren der Überwachung der Haushalte der Mitgliedstaaten auf der Grundlage des Verbots ihrer monetären Finanzierung und des Gebots der Einhaltung der sog. Konvergenzkriterien eingebunden; die Einkommens- und Lohnpolitik bleibt ihren dezentral positionierten Verantwortungsträgern, nämlich den Sozial- und Tarifvertragspartnern ohne rechtliche Bindungen zur Wahrnehmung in eigener Verantwortung überlassen. Das Bemühen der Regierungen der Mitgliedstaaten nach der Konferenz von Maastricht um die Verstärkung der Normen und Verfahren der Überwachung der nationalen Haushalte durch einen sog. Stabilitätspakt läßt auf ihre Befürchtung schließen, daß die auf der Maastrichter Konferenz ausgehandelten Regelungen die Belange der Währungsunion möglicherweise nicht ausreichend sichern könnten.

#### **D) Harmonisierung des Wertpapierrechts**

Die Frage stellt sich, ob vornehmlich die Harmonisierung des Wertpapierrechts einen Beitrag zur Absicherung des Kapitalmarks und der Währungsunion leisten würde.

Wie bereits aufgezeigt, hat die Kommission im vergangenen Jahr dem Rat und dem Europäischen Parlament in Form einer Mitteilung einen Aktionsplan für die Umsetzung eines Finanzmarktrahmens unterbreitet. Der Katalog der von der Kommission vorgeschlagenen Maßnahmen zur Verwirklichung eines einheitlichen Marktes für Finanzdienstleistungen nennt die Harmonisierung des Wertpapierrechts nicht. Auch in den Gremien des Rates, in denen der Aktionsplan zur Zeit diskutiert wird, steht die Harmonisierung des Wertpapierrechts, soweit bekannt ist, nicht auf der Tagesordnung.

Eine partielle Harmonisierung des Wertpapierrechts findet in der Europäischen Gemeinschaft indes bereits in anderem Zusammenhang statt. Die Gemeinschaft harmonisiert seit Jahrzehnten auf der Grundlage der speziellen Handlungsermächtigung des Artikel 48 III g (ex-Artikel 58 III g) EG-Vertrag das Gesellschaftsrecht der Mitgliedstaaten. Im Rahmen der Harmonisierung des Aktiengesellschaftsrechts werden auch die Regelungen über die Ausgestaltung der Aktien vereinheitlicht.

#### **I) Kapitalmarkt und Harmonisierung des Wertpapierrechts**

Das Bedürfnis nach Harmonisierung des Wertpapierrechts dürfte für die verschiedenen Teilmärkte des Kapitalmarktes unterschiedlich groß sein. Prima facie kann davon ausgegangen werden, daß sich für die Banken- und Firmenkundenmärkte (whole sale-

Bereich) das Bedürfnis nach einer Harmonisierung des Wertpapierrechts in größerem Maße als im Bereich der Privatkundenmärkte (retail sale – Bereich) stellt. Der private Anleger kauft zur Zeit Aktien, Industrieobligationen und Staatspapiere anderer Mitgliedstaaten wohl nicht ohne Einschaltung einer gebietsansässigen Kapitalanlagegesellschaft. Mit dem Wegfall des Währungsrisikos kann es aber durchaus dazu kommen, daß auch private Anleger ausländische Wertpapiere nicht nur mittelbar über Anteile an Investmentfonds erwerben, sondern auch zum unmittelbaren Erwerb von ausländischer Aktien, Industrieobligationen und Staatspapieren übergehen. Diesbezüglichen Entwicklungen dient indes die Rechtsangleichung zur Errichtung eines einheitlichen Kapitalmarktes.

Die Vorteile aus der Harmonisierung des Wertpapierrechts sind nach allem nicht für dessen einzelnen Teilmärkte, sondern für den Kapitalmarkt in seiner Gesamtheit zu beurteilen. Bedeutsam in diesem Zusammenhang ist, daß sich die nationalen Kapitalmärkte ihrerseits jeweils auf ein einheitliches Wertpapierrecht der Mitgliedstaaten stützen. Für grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen sowie den grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr der Banken, Finanzinstitute, Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften scheint, wie bestimmte Harmonisierungsbestrebungen der Gemeinschaft beweisen, ein Bedürfnis nach einer Harmonisierung des Wertpapierrechts unbestreitbar gegeben zu sein. Das Wertpapierrecht seinerseits wiederum stellt eine Einheit in dem Sinne dar, daß es für grenzüberschreitende Tatbestände nicht anders als für innerstaatliche Wirtschaftssachverhalte ausgestaltet sein kann. Ein besonderes Wertpapierrecht für grenzüberschreitende Wirtschaftssachverhalte als sozusagen standeseigenes Zivilrecht für bestimmte Wirtschaftsteilnehmer, vergleichbar dem Handelsrecht als standeseigenes Zivilrecht der Kaufleute, ist schlecht vorstellbar. Denkbar ist allenfalls, daß bestimmte Wertpapiere, bei denen ein grenzüberschreitender Handel kaum denkbar ist, einstweilen von der Harmonisierung ausgenommen werden. Allenfalls in diesem Zusammenhang kann das Argument der Subsidiarität Beachtung finden.

Wertpapiere werden – vergleichbar zum Beispiel den Versicherungsleistungen – durch das Wertpapierrecht gegenständlich ausgestaltet. Beim grenzüberschreitenden Handel mit Wertpapieren geht das nationale Wertpapierrecht quasi als Standard mit über die Grenze. Da das Wertpapierrecht als nicht-dispositives Recht nicht zur Disposition der Wirtschaftsteilnehmer steht, sind der wechselseitigen Anerkennung des nationalen Wertpapierrechts durch die Mitgliedstaaten Grenzen gesetzt. Nur diejenigen Regelungen über die Ausgestaltung von Finanzdienstleistungen, welche die Finanzwelt selbst setzt, sind uneingeschränkt einem Regime der wechselseitigen Anerkennung zugänglich. Dem „Wettbewerb des Wertpapierrechts“ sind möglicherweise sogar, wie die Harmonisierung des Konkursrechts sowie die Behandlung von Wertpapieren in Konkursverfahren zeigt, selbst für die Fallgestaltung Grenzen gesetzt, daß es nur „standortgebunden“ zum Tragen gelangt.

Von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat unterschiedliche Regelungen der Ausgestaltung, der Erwerbbarkeit und der Verpfändbarkeit von Wertpapieren, insbesondere von Staatsanleihen, Kommunal- und Industrieobligationen dürften ein unsichtbares indirektes Hindernis für die grenzüberschreitenden Emission von Wertpapieren, für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an den Börsen, für den grenzüberschreitenden Handel mit bereits emittierten Wertpapieren und vor allem für den Abrechnungsverkehr nicht nur der Banken im Rahmen ihrer Abrechnungssysteme, sondern auch aller anderen Wirtschaftsteilnehmer sein. An der rechtlichen Ausgestaltung der Wertpapiere haftet anders als an industriellen Erzeugnissen, Lebensmitteln etc. nicht der Geruch einer nationalen Identität. Daß es vergleichbar den Verhältnissen beim Warenverkehr keine Klagen über „non tariff barriers“ im

grenzüberschreitenden Handel mit Wertpapieren gibt, besagt lediglich, daß die Hindernisse, die der Herausbildung eines einheitlichen Kapitalmarktes der Gemeinschaft infolge eines von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat unterschiedlichen Wertpapierrechts entgegenstehen, nicht ausreichend transparent sind.

Ein einheitliches Wertpapierrecht nimmt Kapital- und Geldanlegern aus Drittstaaten Gemeinschaft die Entscheidung ab, ob sie aus Gründen ihrer unterschiedlichen rechtlichen Ausgestaltung den Staatsanleihen und Industrieobligationen eines Mitgliedstaates den Vorzug vor den Anleihen aus anderen Mitgliedstaaten geben sollten. Nachdem als Folge der einheitlichen Geld- und Zinspolitik der Zins für die Wahl der Anlage nicht mehr entscheidend ist, könnte die rechtliche Ausgestaltung der Anleihen für die Entscheidungen der Geld- und Kapitalanleger aus Drittstaaten durchaus Bedeutung gewinnen. Bislang waren Auslandsanleihen, wenn sie in der Währung eines Mitgliedstaates aufgelegt wurden, zwangsläufig dem Wertpapierrecht des Währungslandes verbunden. Diese Bindung an das Wertpapierrecht eines bestimmten Mitgliedstaates entfällt, wenn zukünftig Auslandsanleihen in der neuen europäischen Einheitswährung aufgelegt werden. Das bisherige Verständnis der internationalen Anleger, daß sich hinter der von ihnen gewählten Währung ein für das Währungsgebiet einheitlich geltendes Wertpapierrecht verbirgt, sollte nicht durch aufkommende Zeifelsfragen über die unterschiedliche Qualität der verschiedenen nationalen Wertpapierrechte aufgeweicht, sondern möglichst unverändert erhalten bleiben. Wenn Anleihen der einzelnen Mitgliedstaaten sowie der Wirtschaftsteilnehmer aus den einzelnen Mitgliedstaaten seitens internationaler Kapitalanleger oder durch Kapitalanleger aus der Gemeinschaft außer durch Erwägungen der Bonität auch dadurch bewertet werden, daß sich hinter ihnen eine unterschiedliche rechtliche Ausgestaltung und dadurch möglicherweise eine unterschiedliche Sicherheitsgewährleistung verbirgt, kann dies im Rahmen einer Währungsunion auf die anderen Mitgliedstaaten und auf die Währungspolitik der Gemeinschaft durchschlagen. Der Euro als neue europäische Einheitswährung erhebt den Anspruch, als internationale Anlage-, Reserve- und Handelswährung neben der US-amerikanischen Währung international eine Rolle zu spielen; diese ihm zugedachte Rolle dürfte nicht zuletzt zur Ablösung des nationalen Wertpapierrechts durch ein gemeinschaftseinheitliches Wertpapierrechts zwingen.

## **II) Geldpolitik und Harmonisierung des Wertpapierrechts**

Die Frage ist, ob nicht neben dem Kapitalmarkt auch die Geldpolitik zur Harmonisierung des Wertpapierrechts zwingt.

### **1) Wertpapiere zur Besicherung der Ausgabe von Banknoten und Giralgeld**

Gleichermaßen wie die Zentralbanken der Mitgliedstaaten hat das Europäische System der Zentralbanken für die Europäische Gemeinschaft die ausschließliche Befugnis zur Geldschöpfung. Zugleich hat das ESZB die Aufgabe, die Wirtschaft in der Gemeinschaft in ausreichendem Umfang mit Geld zu versorgen. Die Geldversorgung der Wirtschaft geschieht im Rahmen des ESBB festgelegten Geldmengenbedarfs technisch in der Weise, daß das ESZB wie die Zentralbanken aller Staaten das von ihm geschaffene Geld den Banken in Form von Banknoten oder sog. Giralgeld gegen „Sicherheiten“ zur Verfügung stellt. Als „Sicherheiten“ dienen dabei Wertpapiere sowie andere Vermögenswerte, die bestimmten währungsrechtlich festzulegenden Anforderungen zu genügen haben.

Die Anforderungen an die „Sicherheiten“, die herkömmlich von den nationalen Zentralbanken verlangt werden, weichen von Staat zu Staat nicht unbeträchtlich ab. Damit stellt sich die Frage, welche Wertpapiere und Vermögenswerte in der europäischen Währungsunion im Rahmen der Versorgung der Wirtschaft mit Geld „besicherungsfähig“ sind bzw. es allein sollten.

## **2) Emission von Banknoten durch die Europäische Zentralbank und die nationalen Zentralbanken**

Die einschlägigen Regelungen der europäischen Währungsunion sehen vor, daß die Befugnis zur Ausgabe von (Euro-) Banknoten – anders als bei einer klassischen Zentralbank – nicht allein der Europäischen Zentralbank zusteht; die Befugnis ist vielmehr zwischen der Europäischen Zentralbank und den nationalen Zentralbanken aufgeteilt. Gemäß Artikel 106 (ex-Artikel 105 a) EG-Vertrag hat die Europäische Zentralbank zwar das ausschließliche Recht, die Ausgabe von Banknoten innerhalb der Gemeinschaft zu „genehmigen“; zur Ausgabe von Banknoten sind jedoch, wie die Regelung ausdrücklich festlegt, neben der Europäischen Zentralbank auch die nationalen Zentralbanken „berechtigt“. Gegebenenfalls haben bis zu 28 und unter Umständen sogar noch mehr nationale Zentralbanken neben der Europäischen Zentralbank die Befugnis zur Ausgabe von Euro-Geld.

Die „Genehmigung“ zur Ausgabe von Banknoten durch die nationalen Zentralbanken und die Europäische Zentralbank selbst wird vom „Governing council“, dem leitenden Organ der Europäischen Zentralbank erteilt, der im deutschen Sprachgebrauch – mißverständlich und irreführend - als „EZB-Rat“ bezeichnet wird. Der „Leitende Rat“ (Governing Council), der im deutschen Sprachgebrauch ob seiner Zusammensetzung eher als Gouverneurs-Rat bezeichnet werden sollte, setzt sich zur Zeit aus den 6 Mitgliedern des Direktoriums der Europäischen Zentralbank und den – zur Zeit 11 - Präsidenten der nationalen Zentralbanken zusammen. Da der Rat auf der Grundlage gleichen Stimmrechts seiner Mitglieder in geldpolitischen Fragen mit einfacher Mehrheit entscheidet, liegt die Beschlußhoheit über den Umfang und die Kriterien der Ausgabe von Banknoten, und damit zugleich über die von den nationalen Zentralbanken zu akzeptierenden „Sicherheiten“ potentiell bei einer Mehrheit der Gouverneure der nationalen Zentralbanken. Jedenfalls haben die 6 Mitglieder des Direktoriums der Europäischen Zentralbank gegenüber einer Koalition der Gouverneure der nationalen Zentralbanken kein Vetorecht. Gegenständlich besteht die „Genehmigung“ der Ausgabe von Euro-Geld durch die nationalen Zentralbanken und die Europäische Zentralbank, die, wie gesagt, dem Gouverneurs-Rat vorbehalten ist, in der Festlegung des Umfangs und der Kriterien der Banknotenausgabe nach Maßgabe währungspolitischer Leitlinien, die ebenfalls der „Leitende Rat“, insoweit aber in seiner Eigenschaft als Hauptorgan des „Europäischen Systems der Zentralbanken“, jedoch in der gleichen Zusammensetzung und nach demselben Verfahren der Beschlußfassung mit einfacher Mehrheit beschließt. Sofern der Rat eine rechtsverbindliche Anordnung für geboten hält, wird die betreffende Verordnung, Richtlinie oder Entscheidung wiederum vom „Leitenden Rat“ erlassen; der Gouverneurs-Rat handelt insoweit nicht für das Europäische System der Zentralbanken, sondern für die Europäische Zentralbank handelt. Diese – umständliche und auf den ersten Blick unverständlich erscheinende - Verfahrensweise erklärt sich daraus, daß nach dem Vertrag von Maastricht nur die Europäische Zentralbank, nicht dagegen das Europäische System der Zentralbanken zum Erlaß von Rechtsakten ermächtigt ist. Die ausschließliche Ermächtigung der Europäischen Zentralbank zum Erlaß von Rechtsakten ist darauf zurück zu führen, daß dem Europäischen System der Zentralbanken, ohne daß hierfür



Rechtsfähigkeit erforderlich gewesen wäre, zwar die Beschlußhoheit über die Währungs- und Geldpolitik überantwortet werden konnte, ihm aber - mangels Rechtsfähigkeit - nicht die zur Umsetzung seiner Beschlüsse erforderliche Befugnis zum Erlaß von Rechtsakten zugewiesen werden konnte. Die Befugnis zum Erlaß von Rechtsakten wiederum wurde der Europäischen Zentralbank „expressis verbis“ mit der ausdrücklichen Auflage überantwortet, daß sie diese Ermächtigung „zur Erfüllung der dem Europäischen System der Zentralbanken übertragenen Aufgaben und unter den in der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken vorgesehenen Bedingungen“ auszuüben hat. Die Europäische Zentralbank übt die Rechtsetzungsbefugnis „stellvertretend“ bzw. als „Agent“ für das Europäische System der Zentralbanken aus. Die einschlägige Vorschrift des Artikels 110 (ex-Artikel 108 a) EG-Vertrag umschreibt die Stellung der Europäischen Zentralbank als „Stellvertreterin“ oder „Erfüllungsgehilfin“ des Europäischen Systems der Zentralbanken in unmißverständlicher Weise. Nicht ohne Grund ist überdies innerhalb der Europäischen Zentralbank die Ausübung der Rechte aus dieser Befugnis nicht dem Direktorium, sondern dem „Leitenden Rat“ (Gouverneurs-Rat) überantwortet, der infolge gleicher personeller Zusammensetzung mit dem „Leitenden Rat“ (Gouverneurs-Rat) des ESZB identisch ist..

Geschichtlich gesehen, ist das parallele Notenausgaberecht, wie es nach dem Vertrag von Maastricht vorgesehen ist, in eine frühe Phase der Entwicklung des modernen Zentralbankwesens einzuordnen. In Deutschland wurde bei der Errichtung der Bank deutscher Länder im Jahr 1948 den Landeszentralbanken die Berechtigung zur Emission von Banknoten gegen beträchtliche Widerstände aus währungsrechtlichen Erwägungen versagt. Bei der Umwandlung der Bank Deutscher Länder in die Deutsche Bundesbank stellte sich die Frage nach einem parallelen Notenemissionsrecht der deutschen „Landeszentralbanken“, die ungeachtet ihrer Bezeichnung ohnedies nur unselbständige regionale Hauptverwaltungen der Bundesbank sind, nicht mehr. Die Entwicklung des Federal Reserve Systems als der US-amerikanischen Zentralbank vollzog sich so, daß im Zuge notwendiger Reformen des gesamten „Reserve Bank Systems“ die ursprüngliche Berechtigung der regionalen Zentralbanken („reserve banks“) zur parallelen Ausgabe von Banknoten unter eine zentrale Kontrolle gestellt wurde, wobei die zentrale Kontrolle anders als beim Europäischen System der Zentralbanken - nicht in den Händen der Mehrheit der Gouverneure der Reservebanken liegt. Die zentralisierte Kontrolle und die vorgeschriebene Kennzeichnung der emittierenden - regionalen - Bank auf den Banknoten entwertet das - formal nach wie vor eigenständige - Emissionsrecht der regionalen „Reserve banks“<sup>8</sup>. Das „Europäische System der Zentralbanken“ ist mit dem US-amerikanischen Federal Reserve System auch insofern nicht vergleichbar, als es anderes als dieses nicht eine staatliche Institution, sondern eine zwischenstaatliche Einrichtung ist und überdies in den USA die Gouverneure der regionalen „reserve banks“ seit der Reform des Systems im Zuge der Weltwirtschaftskrise nicht annähernd den gleichen Einfluß auf die Festlegung der Geldpolitik haben wie die Präsidenten der nationalen Zentralbanken der Europäischen Union.

Die Emission von Euro-Banknoten durch die nationalen Zentralbanken wird innerhalb der europäischen Währungsunion ein wesentlich größeres Gewicht im Rahmen der Versorgung der Wirtschaft mit Geld haben als die Ausgabe von Euro-Banknoten durch die Europäische Zentralbank. Der mögliche Umfang der Ausgabe von Banknoten durch die Europäische Zentralbank auf der einen und der nationalen Zentralbanken auf der anderen Seite wird durch die jeweiligen Aktiva der „Banken der Banken“ bestimmt. Der Europäischen Zentralbank stehen gemäß Artikel 30 des Statuts des ESZB und der EZB die Währungsreserven der nationalen Zentralbanken nicht schlechthin, sondern nur in der sehr begrenzten Höhe von 50 Mrd. Euro zu, die überdies, da zur Zeit nicht alle 15 Mitgliedstaaten an der Währungsunion

<sup>8</sup> Vgl. Gunnar Heinsohn und Otto Steiger a.a.O. Fn. 6

teilnehmen, auf 40 Mrd. Euro beschränkt ist. Da die Aktiva der Europäischen Zentralbank zu ihren Marktpreisen bilanziert werden, belaufen sich die Währungsreserven der Europäischen Zentralbank auf nur 27 Mrd. Euro. Die Aktiva aller nationalen Zentralbanken, die derzeit dem Europäischen System der Zentralbanken angehören, sind zwanzigfach größer. Der ganz überwiegende Teil aller Banknoten wird daher im Europäischen System der Zentralbanken zwangsläufig von den nationalen Zentralbanken emittiert werden.

### **3) Anforderungen an Wertpapiere bei der Emission von Banknoten und Geld**

Die Emission von Euro-Geld und Banknoten durch die nationalen Zentralbanken wirft die verschiedensten währungsrechtlichen und währungspolitischen Fragen auf. Eine wichtige Frage geht dahin, welchen Anforderungen die „Sicherheiten“ zu genügen haben, die von den nationalen Zentralbanken bei der Emission von Geld entgegengenommen werden dürfen. Für die Qualität der „Sicherheiten“ ist dabei weniger die rechtliche Ausgestaltung der Wertpapiere als die Bonität der Emittenten der Wertpapiere entscheidend. Gleichwohl stellt sich die Frage, ob das System der in der Gemeinschaft derzeit in Form nationaler Ausprägungen frei zirkulierenden Wertpapiere, die den nationalen Zentralbanken als „Sicherheiten“ bei der Ausgabe von Geld dienen könnten, nicht aus Gründen einer stabilitätsorientierten Währungspolitik einer einheitlichen rechtlichen Ordnung unterliegen sollte. Damit hat die Frage der Harmonisierung des Wertpapierrechts außer aus Gründen der Komplettierung des Kapitalmarkts auch aus Gründen der Währungspolitik der Gemeinschaft Bedeutung und eine zusätzliche Berechtigung.

Die Befugnis und Verpflichtung der nationalen Zentralbanken, bei der Emission von Euro-Geld „Sicherheiten“ entgegenzunehmen, beruht auf den Artikeln 17 und 18 des Statuts des ESCB und der EZB. Die Artikel 17 und 18 des Statuts enthalten keine Ermächtigung der Organe des Europäischen Systems der Zentralbanken, kraft derer die Anforderungen, denen die „Sicherheiten“ bei der Ausgabe von Euro-Geld zu entsprechen haben, im Wege einer Verordnung oder Richtlinie vom Europäische System der Zentralbanken als Träger der Währungssouveränität vorgeschrieben werden könnten. Traditionell refinanzieren sich die nationalen Zentralbanken bei geldpolitischen Handlungen, insbesondere auch bei sog. Offenmarktgeschäften nicht über gleiche, sondern über unterschiedliche „Sicherheiten“. Auch auf der Grundlage des Artikel 42 des Statuts, demzufolge der Rat zum Erlass „ergänzender Rechtsvorschriften“ zu bestimmten Artikeln der Satzung ermächtigt ist, können – mangels Erwähnung der Artikel 17 und 18 – den nationalen Zentralbanken einheitliche Standards für zulässige Sicherheiten nicht verordnet werden. Zur Ergänzung der Artikel 17 und 18 des Statuts, die vertragliches Gemeinschaftsrecht sind, bedarf es zwar nicht des üblichen Verfahrens der Änderung vertraglichen Gemeinschaftsrechts, nämlich eines Änderungsvertrages zum Vertrag von Maastricht mit anschließender Ratifizierung durch die nationalen Parlamente und gegebenenfalls sogar vorgeschalteter nationaler Referenden. Die Änderung könnte vielmehr nach dem „vereinfachten Änderungsverfahren“, wie es in Artikel 41 des Statuts vorgesehen ist, erfolgen. Das „vereinfachte Änderungsverfahren“ findet - außer auf anderen Regelungen des Statuts - auch auf eine Änderung und Ergänzung der Artikel 17 und 18 des Statuts Anwendung. Allerdings ist auch dieses Verfahren außerordentlich beschwerlich, da es einen Konsens zwischen den Mitgliedstaaten und überdies - neben einem Vorschlag der Kommission - die Zustimmung des Europäischen Parlaments voraussetzt.

#### **a) Die Vorstellungen der Europäischen Zentralbank**

Die Europäische Zentralbank hat inzwischen in richtiger Erkenntnis der Bedeutung des Fragenbereichs Vorstellungen über die zulässigen „Sicherheiten“ entwickelt. Sie hat diese im September 1998 und anschließend mit gewissen Änderungen noch einmal in ihrem Jahresbericht für 1998 in Form von – rechtlich nicht verbindlichen - „Allgemeinen Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des EZB“ der Allgemeinheit vorgestellt. Die besagten „Allgemeinen Regelungen“ listen die Wertpapiere, die als „Sicherheiten“ bei Kreditgeschäften der nationalen Zentralbanken in Betracht kommen, im einzelnen auf und teilen sie in zwei Kategorien ein. Die in der Kategorie I aufgelisteten, als sog. „marktfähige Titel“ bezeichneten Sicherheiten erfüllen einheitliche Zulassungskriterien, die – nach Auffassung der Europäischen Zentralbank - für erforderlich zu erachten und für den gemeinsamen Euroraum als ausreichend anzusehen seien. Bereits in dieser Kategorie der Liste der Europäischen Zentralbank finden sich Sicherheiten, die von der Bundesbank bei DM- Emissionen im Zusammenhang mit sog. „definitiven“ Wertpapierpensionsgeschäften – die anders als nach der bisherigen deutschen Praxis im Europäischen System der Zentralbanken zulässig sein werden – nicht als „risikoarm“ eingestuft wurden. In der Kategorie II sind alle übrigen von den nationalen Zentralbanken – traditionell akzeptierten und - zu akzeptierenden - „Sicherheiten“ aufgelistet. Die Vermögenswerte dieser Kategorie werden anders als die „Sicherheiten“ der ersten Kategorie ungeachtet ihrer grenzüberschreitenden Verwendbarkeit ausschließlich von den nationalen Zentralbanken in eigener Verantwortung, wenn auch „unter Berücksichtigung der EZB-Mindeststandards“, „geprüft“, d. h. akzeptiert<sup>9</sup>.

Für die Kontrolle der Risiken der „Sicherheiten“ gelangen nach den „Allgemeinen Regelungen“ der Europäischen Zentralbank unterschiedliche Verfahren zur Anwendung. Die Kontrolle der Sicherheiten der ersten Kategorie erfolgt auf der Grundlage harmonisierter Regelungen; die Risiken der „Sicherheiten“ der zweiten Kategorie werden dagegen aufgrund von Regelungen kontrolliert, die von den jeweiligen nationalen Zentralbanken festgelegt werden. Die betreffenden nationalen Regelungen müssen allerdings „mindestens so streng wie die der Kategorie I sein“ und unterliegen der „Zustimmung der EZB“.

Die Zulassung der Sicherheiten der zweiten Kategorie, in der u. a. auch nicht-marktfähige Schuldtitel, handelbare Aktien und - als besonders bedenklich eingestufte – nicht-marktfähige Schuldtitel der öffentlichen Hand aufgelistet sind, sind möglicherweise ein Risiko für die Währungsstabilität und eine Gefahr für die Stabilität des Euros. Die Europäische Zentralbank rechtfertigt die Aufnahme dieser Sicherheiten lediglich mit der Begründung, daß sie für die „nationalen Finanzmärkte und Bankensysteme von besonderer Bedeutung“ seien. Das Europäische Währungsinstitut als Vorgängerin der Europäischen Zentralbank vertrat in diesem Zusammenhang Auffassung, daß mit der Aufnahme dieser „Sicherheiten“ auf „unterschiedliche nationale Finanzstrukturen und Zentralbankgepflogenheiten Rücksicht“ zunehmen sei

Die nationalen Zentralbanken haben inzwischen damit begonnen, entsprechend dem von der Europäischen Zentralbank vorgeschlagenen Verfahren eigenständig Listen der refinanzierungsfähigen „Kategorie II Sicherheiten“ vorzulegen.. Die Bundesbank hat entsprechend ihrer bisherigen Emissionspraxis bei der Auflistung eine Begrenzung der Titel auf private Handelswechsel sowie auf Kreditforderungen von Banken an Handel und Industrie vorgenommen; Aktien und die von der Europäischen Zentralbank erlaubten Titel staatlicher Institutionen hat die Bundesbank von der Auflistung ausgeschlossen. Darüber hinaus hat die Bundesbank für Handelswechsel einen Abschlag von 2 % und für Kreditforderungen von 20 % festgelegt. Wie die Auflistung der refinanzierungsfähigen

<sup>9</sup> Vgl. Grundlegend zu dem Fragenbereich Gunnar Steinsohn und Otto Geiger a.a.O. Fn. 6

„Sicherheiten“ und die Praxis der anderen nationalen Zentralbanken aussehen wird, bzw. ob sich die anderen Zentralbanken zumindest auf längere Sicht hin den Vorstellungen der Bundesbank anschließen werden, bleibt abzuwarten.

#### **b) Rechtliche Durchsetzung zulässiger Sicherheiten**

Innerhalb einer klassischen Zentralbank stellt sich die Frage einer gesetzlichen Festlegung der bei der Emission von Geld zulässigen Sicherheiten nicht; allenfalls kann der Gesetzgeber der Zentralbank insoweit Vorgaben machen. Innerhalb des Europäischen Systems der Zentralbanken könnte sich dagegen die Notwendigkeit einer gesetzlichen Festlegung einheitlicher, gegebenenfalls gerichtlich einklagbarer Kriterien für die Zulassung von Sicherheiten ergeben. Die der Europäischen Zentralbank aufgrund Artikel 12.1 des Statuts gegenüber den nationalen Zentralbanken zustehende Weisungsbefugnis reicht zur Festlegung und Durchsetzung einheitlicher Kriterien, insbesondere zur Durchsetzung eines hohen Zulassungsstandards gegebenenfalls nicht aus. Die Weisungen der Europäischen Zentralbank sind weder rechtlich verbindlich noch haben sie mangels eines Unterordnungsverhältnisses der nationalen Zentralbanken unter die Europäische Zentralbank die übliche mittelbare zwingende Wirkung einer Weisung. Die erforderliche Regelungsbefugnis des Rates und des Europäischen Parlaments als gemeinsamer Gemeinschaftsgesetzgeber müßte somit, wenn sie nicht aus Artikel 308 (ex-Artikel 235) EG-Vertrag hergeleitet werden kann, erforderlichenfalls durch eine Änderung des Vertrages von Maastricht geschaffen werden. Die Festschreibung des Regelungsgefüges der Währungsunion im Wege eines Vertrages, der nur unter sehr erschwerten Bedingungen abänderbar und zu ergänzen ist, wurde nach der Konferenz von Maastricht als eine Absicherung gegen befürchtete Tendenzen der Aufweichung der Währungsunion begrüßt; zunehmend erweist sie sich jedoch zugleich als ein Erschwernis für Änderungen der Währungsverfassung der Gemeinschaft, die aus Gründen der Stabilisierung und der Behebung von konstitutionellen Schwächen der Währungsunion erforderlich werden könnten.

Über die Harmonisierung des Wertpapierrechts läßt sich zwar die einheitliche Ausgestaltung der für die Emission von Euro-Geld zulässigen Wertpapiere, nicht jedoch eine Begrenzung des Kreises der als „Sicherheiten“ zulässigen Wertpapiere erreichen. Von den Harmonisierungsarbeiten der Gemeinschaft im Bereich des Wertpapierrechts könnten jedoch zweckdienliche Impulse zur Schaffung der Voraussetzungen für eine gegebenenfalls erforderliche rechtliche Begrenzung der zulässigen „Sicherheiten“ ausgehen.

#### **E) Abschließende Bemerkungen:**

Die zu behandelnden Fragen gehen zusammengefaßt dahin, ob als Konsequenz der Einführung der europäischen Einheitswährung die Angleichung bestimmter Bereiche des Zivilrechts in der Gemeinschaft erforderlich erscheint. Zugleich angesprochen ist aber auch die Harmonisierung weiterer Bereiche des öffentlichen Rechts und auch die Harmonisierung von Verhaltensweisen der Wirtschaftsteilnehmer. Letztere ist keine Aufgabe des Gesetzgebers der Gemeinschaft, sondern der Wirtschaft überlassen. Der Gemeinschaftsgesetzgeber muß aber sicher stellen, daß alle Rahmenbedingungen, die er zu verantworten hat, den Harmonisierungsprozeß auf der Ebene der Wirtschaft ermöglichen. Zu den Aufgaben der Gemeinschaft gehört auch der Erlass zweckdienlicher Stellungnahmen und Empfehlungen

durch die der zuständigen Organe der Gemeinschaft bzw. des Europäischen Systems der Zentralbanken.

Die unter D 1 bis D 8 gestellten Fragen zielen unter Hinweisen auf die verschiedensten Ansätze auf die Angleichung des Wertpapierrechts ab. Die Fragen unter E 1 bis E 2 gestellten Fragen betreffen die Angleichung von „agreements or established practices“ des grenzüberschreitenden Zahlungs- und Abrechnungsverkehrs, also von Regelungen, die von den Banken geschaffen werden.

## **Zweiter Teil:**

### **Kommentierungen und Anmerkungen zu den einzelnen Fragen des Generalberichterstatters**

#### **Zu A1 – A4:**

Das Ziel „one Market, one law“ kann nicht allein über die Kräfte des Marktes und der Kommunikation erreicht werden. Das häufig beschworene „Wirken der Marktkräfte“ kann zwar zur Einheit von Verhaltensweisen und zur Vereinheitlichung von Verhaltenskodices führen, welche die Marktteilnehmer selbst setzen. In Bereichen, die durch Recht der Mitgliedstaaten geordnet sind, das nicht der Disposition der Marktteilnehmer unterliegt, vermögen die „Marktkräfte“ indes allenfalls die Richtung für die Rechtsentwicklung und die Ausrichtung des neuen einheitlichen Rechts aufzuzeigen und insofern eine durchaus sinnvolle Funktion zu entfalten. Die Angleichung des mitgliedstaatlichen Rechts bleibt aber, ungeachtet des immer wieder beschworenen, in seinen Wirkungen aus bestimmten Gründen begrenzten „Wettbewerbs der Rechtssysteme“ dem Gesetzgeber der Gemeinschaft vorbehalten. Insoweit notwendige Rechtsetzungsakte der Gemeinschaft können selbst durch ein koordinierte autonomes Vorgehen der Gesetzgeber aller Mitgliedstaaten nur in seltenen Fällen ersetzt werden. Die einheitliche Anwendung des angeglichenen mitgliedstaatlichen Rechts läßt sich nämlich nur durch die Einbeziehung der europäischen Gerichtsbarkeit erreichen, die ihrerseits ohne einen Rechtsakt der Gemeinschaft nicht eingeführt und der Gerichtsbarkeit der Mitgliedstaaten vorgeordnet werden kann. Der Generalberichterstatter scheint abweichend hiervon die These zu vertreten, daß „the old topic of approximation of laws“ besser „reformulated“ (umformuliert) werden sollte, as the emergence of new harmonised or uniform legal practices that will result from the enhanced pan-European economic intercourse arising from the common use of a single currency“. Dieser These kann nur bedingt zugestimmt werden.

#### **Zu A.1: – Ein Markt - eine Währung – ein Recht**

Gefragt wird nach der Beziehung des „Gemeinsamen Marktes“, der „einheitlichen Währung“ und einem „einheitlichen Marktrecht“ (single set of market rules). Der Generalberichterstatter scheint davon auszugehen, daß der Gemeinsame Markt und die einheitliche Währung mehr oder minder zwangsläufig zu einem einheitliche „Marktrecht“ führen wird, und fragt, ob die Entwicklung eines einheitlichen Rechtssystems auf jene Bereiche der wirtschaftlicher

Tätigkeiten beschränkt werden könne, welche die Gemeinschaft als eine „business area“, insbesondere im Bereich der Bank- und Finanzdienstleistungen kennzeichnet.

Der „Gemeinsame Markt“ der Europäischen Gemeinschaft ist, als rechtliches Regelungssystem verstanden, nicht vergleichbar dem Binnenmarkt ihrer Mitgliedstaaten. Sein Regelungssystem besteht aus den sog. vier Grundfreiheiten, aus Regelungen zur Sicherung des grenzüberschreitenden innergemeinschaftlichen Handels vor Verfälschungen des Wettbewerbs durch die Wettbewerbs- und Subventionsaufsicht und aus einem einheitlichen Außenwirtschaftsregime. Wesentliche Elemente, die das Regelungssystem der nationalen Binnenmärkte darüber hinaus als einheitliche Wirtschaftsräume kennzeichnen, fehlen ihm. Das gilt hinsichtlich der Besteuerung der Wirtschaftsteilnehmer, dem Angebot des Staates an öffentlicher Infrastruktur und anderen öffentlichen Dienstleistungen sowie hinsichtlich einer auf die Marktwirtschaft ausgerichteten zentralen Ausgestaltung des gesamten Rechtssystems. Die Währung der Mitgliedstaaten ist bzw. war eine Aufgabe und Veranstaltung des Staates; in der Europäischen Gemeinschaft ist die Währungspolitik die Aufgabe und eine Veranstaltung einer rein zwischenstaatlichen Einrichtung. In der Gemeinschaft gilt überdies das Prinzip des Wettbewerbs der mitgliedstaatlichen Rechtsordnungen als Teilbereich des Wettbewerbs der durch die Mitgliedstaaten gebildeten wirtschaftlichen Standorte. Die Entstehung einer einheitlichen Rechtsordnung als zwangsläufige Folge des „Gemeinsamen Marktes“ der Gemeinschaft ist daher nicht mehr als eine zweifelhafte Hoffnung. Die derzeitigen Regelungskompetenzen der Gemeinschaft reichen für eine umfassende Rechtsetzung der Gemeinschaft im Sinne der Herausbildung einer einheitlichen Zivilrechtsordnung nicht aus. Das Prinzip der Subsidiarität, die auch nach Maastricht nach wie vor bestehende Verantwortung der Mitgliedstaaten für die Wirtschaftspolitik und der als Verfassungsprinzip eingestufte Grundsatz des Wettbewerbs der Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten, der bislang lediglich aus übergeordneten Integrationsprinzipien wie beim Konkursrecht oder Teilen des Arbeits- und Sozialrechts durch eine einheitliche Rechtsetzung, für einschränkbar angesehen wird, stehen dem entgegen. Überdies würde sich bei der Schaffung einer einheitlichen Rechtsordnung unter Inanspruchnahme der bestehenden Kompetenzen der Gemeinschaft die Frage der demokratischen Legitimation des Gemeinschaftsgesetzgebers in einer bislang nicht gekannten Schärfe stellen. Das Europäische Parlament hätte zwangsläufig anstelle des Rates die Verantwortung für derartig weitreichende Rechtsakte zu übernehmen. Es müßte zu diesem Zweck notwendigerweise unter Aufgabe seiner derzeitigen nach wie vor eher zwischenstaatlichen Struktur unter Einführung der Wahlrechtsgleichheit zu einem echten Bundesparlament umgestaltet werden. Um nicht jeglichen Einfluß der kleinen und kleineren Mitgliedstaaten auf die Willensbildung im Gesetzgebungsprozeß auszuschließen, müßte dem Europäischen Parlament eine gleichberechtigte Staatenkammer mit gewichtetem Stimmrecht der Mitgliedstaaten zur Seite gestellt werden.

Die Schaffung einer ausschließlich auf den Bank- und Finanzsektor bezogenen einheitlichen Rechtsordnung stößt auf die gleichen Schwierigkeiten. Überdies würde sie dem – ernst zu nehmenden – Bedenken entgegen, daß die Integration einseitig die Wirtschaft, und innerhalb der Wirtschaft das „big banking and finance business“ begünstige.

Im gegenwärtigen Stadium der Integration, insbesondere der Entwicklung der Politischen Union sind daher allenfalls kleine, aus Gründen der Sicherung des Gemeinsamen Marktes, der Flankierung der Wirtschafts- und Währungsunion und sowie der Stabilisierung der einheitlichen Währung dienende Schritte beim Ausbau der Rechtsordnung der Gemeinschaft angezeigt und vertretbar. Ihre Akzeptanz in der Bevölkerung sollte sorgfältig getestet werden.

### **Zu A.2: Historische Beispiele**

Die Entwicklung in Deutschland nach der Gründung des Reiches von 1871, in der Schweiz nach 1848 und in den Vereinigten Staaten kann auf die Europäische Gemeinschaft nicht übertragen werden. Das Deutsche Reich von 1871, die Schweiz nach 1848 und die USA waren souveräne Staaten; sie waren für das Wirtschaftsgeschehen in ihren Hoheitsbereichen, die Wirtschafts-, Währungs-, Sozial und Gesellschaftspolitik zentral verantwortlich und verstanden sich als Träger einer einheitlichen Rechtsordnung. Die Europäische Gemeinschaft, innerhalb derer die Mitgliedstaaten nach wie vor die staatliche Souveränität ungeteilt innehaben, hebt sich hinsichtlich ihrer Verfassungsstruktur sowie ihren Aufgaben und Kompetenzen grundlegend von den drei als Beispiele angeführten historischen Entwicklungen ab.

Selbst die Entwicklung in den USA ist innerhalb der Gemeinschaft kaum nachvollziehbar. In den USA konnte sich ergänzend zu dem Zivil- und Wirtschaftsrecht der Staaten für den zwischenstaatlichen Handel ein Uniform Commercial Code (UCC) entwickeln. Dies geschah, ohne daß eine Bundeskompetenz nachweisbar war und in Anspruch genommen zu werden brauchte. In der Gemeinschaft müßte angesichts des Argwohns ihrer Mitgliedstaaten gegenüber jedweder exzessiven Inanspruchnahme bestehender Kompetenzen durch die Organe der Gemeinschaft eine entsprechende „Bundeskompetenz“ wahrscheinlich erst geschaffen und außerdem auch das Gerichtssystem der Gemeinschaft dahin umgestaltet werden, daß das Zivilrecht des zwischenstaatlichen Handels, insbesondere im Bank- und Finanzsektor nicht von den Gerichten der Mitgliedstaaten, sondern von – neu zu errichtenden – Gerichten der Gemeinschaft, zumindest in letzter Instanz vom Europäischen Gerichtshof angewendet wird.

### **Zu A.3: Die Kompetenzen der Gemeinschaft zur Harmonisierung des Privatrechts**

Die derzeitigen Rechtsetzungs-Kompetenzen der Europäischen Gemeinschaft sind durch deren Aufgaben begrenzt. Sie dienen der Errichtung und Sicherung des Gemeinsamen Marktes, der Gestaltung besonderer Tätigkeiten wie der Umweltpolitik der Gemeinschaft sowie der Einrichtung und dem Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion. Das Privatrecht ist in diesem Zusammenhang, wie der Generalberichterstatter mit Recht ausführt, traditionell nur marginal angesprochen. Immerhin hat der Gemeinschaftsgesetzgeber bereits in beträchtlichem Ausmaß Rechtsangleichungs-Rechtsakte im Bereich des Zivilrechts erlassen<sup>10</sup> Im Zuge der Errichtung der Wirtschafts- und Währungsunion können die Kompetenzen der Gemeinschaft jedoch durchaus dem Stand der Entwicklung der Gemeinschaft angepaßt interpretiert werden. Vertretbare Einzel-Rechtsakte im Bereich des Privat- und Handelsrechts können ihrerseits dazu beitragen, daß der Vertragsgeber die Gemeinschaft mit weiterreichenden Kompetenzen ausstattet und dem Verfahren ihrer Ausübung eine größere demokratische Legitimation verschafft.

Die Artikel 34, 40 und 43 des Vertrages von Amsterdam regeln das Verfahren der verstärkten Zusammenarbeit der Mitgliedstaaten in einem kleineren Kreis. Die aufgezeigten Probleme sind verfassungsrechtlicher Natur; sie stellen sich unabhängig davon, ob weitere

---

<sup>10</sup> Vgl. die Zusammenstellung der „Gemeinschaftsprivatrechtlichen Legislativakte der EG“ (Stand: Dezember 1998) in Peter-Christian Müller-Graff (Hrsg.) „Gemeinsames Privatrecht in der Europäischen Gemeinschaft“, Schriftenreihe des Arbeitskreises Europäische Integration e. V., B d 33, 2. Auflage, Baden-Baden, 1999, H. Anhang, S. 84 ff.

Rechtsetzungsmaßnahmen für die Gesamtheit der Mitgliedstaaten oder nur für einen kleineren Kreis angestrebt werden.

**Zu A.4: Rechtsbereiche der Harmonisierung aus Gründen der durch die Einführung der einheitlichen Währung bedingten neuen Dimension des Gemeinsamen Marktes**

Von der Einführung der neuen Einheitswährung dürften vor allem die Finanzmärkte profitieren. Angesichts der nach wie vor unterschiedlich hohen indirekten Besteuerung des Absatzes von Waren in den Mitgliedstaaten dürfte jedenfalls für die Endverbraucher von Waren die Preistransparenz mit der Einführung des Euro nicht nennenswert größer werden. Dem Übergang zur Nettopreisauszeichnung für die Endverbraucher dürften große Hindernisse entgegenstehen. Welche Märkte unter den gegebenen Bedingungen unterschiedlicher rechtlicher Systeme von der Einführung des Euro stärker und welche Märkte weniger stark von der Einheitswährung profitieren, ist schwer auszumachen. Einzelne Märkte sind noch durch Handelshemmnisse sowie durch Gewohnheiten der Verbraucher stark abgeschottet. Im „Retail“- Bereich der Bank- und Finanzdienstleistungen besteht zur Zeit infolge ihn begrenzender zivilrechtlicher Regelungen kein Gemeinsamer Markt. Die Einheitswährung wird in diesem Bereich wenig bewirken.

**Zu: Harmonisierung des Schuld- und Vertragsrechtsrechts**

**Zu B.1:**

Die Arbeiten der Lando Kommission in Dänemark und der Trabucchi / Gandolfi Kommission in Italien zur Schaffung eines Kodex für ein „European Contract Law“ bzw. eines „European Code of Contracts“ sind voll und ganz zu begrüßen. Gleiches gilt von den beiden Entschlüssen des Europäischen Parlaments von 1989 und 1994, durch die der Rat und die Kommission zur Erarbeitung eines „European Civil Code“ aufgefordert werden. Es handelt sich um nützliche Vorarbeiten für eine spätere Gesetzgebung der Gemeinschaft im Bereich des Zivilrechts. Die Arbeiten der beiden Kommissionen sollten aber durch Vorschläge über die erforderlichen Ergänzungen der Kompetenzen der Gemeinschaft und die notwendige Änderung der Verfahren der Übernahme diesbezüglicher Zivilrechts-Kodices in das Gemeinschaftsrecht ergänzt werden.

**Zu B.2:**

Die Frage zielt darauf ab, welchen der in Betracht kommenden besonderen Vertragsverhältnisse die beiden Kommissionen gegebenenfalls bei der Erarbeitung spezifischer Vertragsverhältnisse aus der Sicht der Währungsunion Prioritäten einräumen sollte. Die Frage läßt sich ohne eine umfassende Befragung der angesprochenen Wirtschaftskreise nicht definitiv beantworten.

**Zu B.3:**



Die Harmonisierung des Vertragsrechts ist eine Aufgabe der Organe der Europäischen Gemeinschaft (Kommission, Rat, Europäisches Parlament) und sollte, sofern und soweit sie für erforderlich erachtet wird, von den Organen der Gemeinschaft unter Hinzuziehung von Sachverständigen der Mitgliedstaaten, der Wissenschaft und der Wirtschaftsverbände betrieben werden. Die Organe der Gemeinschaft sind gut beraten, wenn sie sich durch Arbeiten, die auf der privaten Ebene stattfinden und auf das gleiche Ziel hinauslaufen, unterstützen lassen. Der „bottom-up approach“, dem in einer freiheitlichen Gesellschaft besondere Bedeutung zukommt, schließt einen späteren, auf private Vorarbeiten gestützten „bottom-down approach“ nicht aus, verleiht diesem vielmehr eine größere Legitimation.

#### **Zu B.4:**

Die Arbeiten internationaler Foren wie des UNCITRAL, des UIGROIT, der Den Haag Konferenz über Zivilrecht und der Internationalen Handelskammer, sind, soweit sie sich mit der Harmonisierung des Zivilrechts befassen oder Modell-Regelungen bzw. Empfehlungen über einheitliche Verhaltensweisen der Wirtschaftsteilnehmer bereits erarbeitet haben oder dies zu tun vorhaben, für die Vorhaben der Gemeinschaft von großem Interesse und von außerordentlichem Nutzen. Allerdings sollte aus Gründen eines rationellen Einsatzes der Ressourcen auf eine Konzentration des für diese Arbeiten zur Verfügung stehenden „human capital“ geachtet werden.

#### **Zu: Harmonisierung des Gesellschaftsrechts**

##### **Zu C.1: Gesellschaftsrechtliche Richtlinien**

Die Harmonisierung des Gesellschaftsrechts ist der Europäischen (Wirtschafts-) Gemeinschaft bereits aufgrund des Vertrages von Rom aufgegeben. Nach den Vorstellungen der Gründungsväter der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft ist ein harmonisiertes Gesellschaftsrecht der Mitgliedstaaten bereits aus Gründen der Errichtung des Gemeinsamen Marktes erforderlich. Ohne ein von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat einheitliches Gesellschaftsrecht kann nach Ansicht der Väter des Vertrages die Niederlassungsfreiheit nicht in dem gebotenen Ausmaß zu Tragen gelangen; ferner ist der Wettbewerb innerhalb der Gemeinschaft verfälscht und ein integrierter Kapitalmarkt nicht gewährleistet. Der Abschluß der Arbeiten zur Harmonisierung des Gesellschaftsrechts leidet seit Jahrzehnten darunter, daß über die Frage der Beteiligung der Arbeitnehmer in den Organen der Gemeinschaft zwischen den Mitgliedstaaten keine Einigung zu erzielen ist. Innerhalb der Wirtschafts- und Währungsunion kommt dem Abschluß der Arbeiten über die Harmonisierung des Gesellschaftsrechts noch größere Bedeutung zu. Dies gilt auch für etwaige notwendige Reformen des Gesellschaftsrechts, soweit es bereits vereinheitlicht ist. Die Unternehmen der Gemeinschaft sind in die internationale Wirtschaftsordnung eingebunden und konkurrieren auf den internationalen Kapitalmärkten mit den Unternehmen aus anderen Wirtschaftsräumen. Hieraus können sich Reformzwänge, beispielsweise hinsichtlich der Vorschriften über die Rechnungslegung oder auch bezüglich der Struktur der Gesellschaften ergeben.

##### **Zu C.2: Europäische Aktiengesellschaft**

Das in die 60er Jahre zurückdatierbare Vorhaben, durch eine Verordnung des Rates das – harmonisierte - Gesellschaftsrecht der Mitgliedstaaten durch die Einführung der – supranationalen - „Europäischen Aktiengesellschaft“ anzureichern, sollte nicht als abgeschlossen betrachtet, sondern möglichst bald zu einem Abschluß gebracht werden. Im Rahmen der Wirtschafts- und Währungsunion ist der Bedarf der Wirtschaft nach dieser Rechtsform des Gesellschaftsrechts wesentlich gestiegen. Gesellschaften des europäischen Rechts haben auf den internationalen Märkten, insbesondere den Finanzmärkten untereinander und im Verhältnis zu Gesellschaften aus Drittstaaten eine wesentlich günstigere Stellung als Gesellschaften der Mitgliedstaaten, die nach zwar harmonisiertem Gesellschaftsrecht gegründet sind, jedoch nach wie vor verschiedene Identitäten haben, wenn und soweit sie in einem oder mehreren anderen Mitgliedstaaten tätig sind. Allerdings stehen der Verabschiedung des Statuts über die „Societas Europaea“ gleichermaßen wie dem Abschluß der Arbeiten über die Harmonisierung des Gesellschaftsrechts aus Gründen einer notwendigen Lösung der Frage der Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat der Gesellschaft bislang ersichtlich nicht überwindbare Hindernisse entgegen.

### **Zu C.3: Gesamtvollstreckung**

Die Angleichung des Konkursrechts (Gesamtvollstreckungsrecht) der Mitgliedstaaten ist mit der Errichtung der Wirtschafts- und Währungsunion, insbesondere auch der Integration der Finanzmärkte der Gemeinschaft sowie mit der Teilnahme der Unternehmen der Gemeinschaft an den internationalen Finanzmärkten zu einer vordringlichen Aufgabe geworden. Das Konkursrecht der Mitgliedstaaten zählt aus Gründen der internationalen Wettbewerbs- und Leistungsfähigkeit der europäischen Unternehmen nicht zu den Rechtsordnungsbereichen der Mitgliedstaaten, bei denen diese aus Gründen der Subsidiarität im Wettbewerb zueinander stehen können.

### **Zu C.4: „Corporate Governance“**

Der deutsche Gesetzgeber mißt der Verbesserung der Regelungen des Gesellschaftsrechts über das „Corporate Governance“ durch entsprechenden Gesetzesnovellen seit Jahren große Bedeutung bei. Die Harmonisierung der Regelungen durch die Europäische Gemeinschaft ist aus Gründen der Stärkung der Leistungs- und Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Wirtschaft ebenso wie aus Gründen der Stabilisierung der Wirtschafts- und Währungsunion angezeigt.

### **Zu C.5: Rechnungslegung**

Die Vorschriften über die Rechnungslegung der Kapitalgesellschaften sind bereits größtenteils harmonisiert. Sie müssen aus Gründen der Stärkung der Leistungs- und internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen der Gemeinschaft in jedem Fall den internationalen Standard wahren.

### **Zu C.6: Verbund von Gesellschaften**

Die in der Frage angesprochenen - noch bestehenden – Unterschiede des nationalen Unternehmensrechts müssen aus den vorstehend genannten Gründen durch Harmonisierung beseitigt werden.

## **Zu: Recht der Finanzmärkte**

### **Zu D.1: Rechtliches Konzept der Wertpapiere**

Aus den einleitenden Ausführungen ergibt sich, daß die Harmonisierung des Wertpapierrechts zu den Maßnahmen zählt, die sowohl zur Komplettierung des Regelungsrahmens des einheitlichen Kapitalmarktes als Grundlage der Währungsunion als auch zur Absicherung und Stabilisierung der Währungsunion nicht nur zweckdienlich, sondern wohl auch unerlässlich sind. Sowohl der grenzüberschreitende Handel mit Wertpapieren als auch die Abrechnung des Wertpapierverkehrs zwischen den Finanzinstituten der Mitgliedstaaten untereinander wie mit den Finanzinstituten aus Drittstaaten wird durch die Harmonisierung wesentlich erleichtert. Da Wertpapiere im Verkehr der Banken mit den nationalen Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank als „Sicherheiten“ bei der Emission von Euro-Geld eine wichtige Rolle spielen, ist die Harmonisierung des Wertpapierrechts, wie einleitend aufgezeigt, auch aus Gründen der Absicherung der Währungsunion zweckdienlich, wenn nicht sogar angezeigt. Für die Harmonisierung des Wertpapierrechts stehen der Gemeinschaft mit dem Artikel 94 (ex-Artikel 100), dem Artikel 95 (ex-Artikel 100 a) und dem Artikel 308 (ex-Artikel 235) EG-Vertrag Handlungsermächtigungen zur Verfügung. Problematisch ist weniger die Einstimmigkeit der Beschlußfassung des Rates als die nicht ausreichenden demokratische Legitimation des Gesetzgebungsverfahrens. Das Verfahren der einstufigen Rechtsetzung der Verordnung ist dem zweistufigen Verfahren der Richtlinie vorzuziehen.

### **Zu D.2: Anforderungen an die Emission von Wertpapieren**

Es liegt im Interesse eines funktionierenden Kapitalmarktes und einer funktionierenden Währungsunion, daß den Erwerbern von Wertpapieren angemessene Informationen über die Wertpapiere und deren Emittenten zur Verfügung stehen. Soweit die sog. „Emissionsprospekt“-Richtlinie (89/298/EWG) des Rates vom 17.04.1989 diesem Anliegen nicht gänzlich Rechnung tragen sollte, bedarf sie der Ergänzung. Inwieweit ein Reformbedarf besteht, müßte durch Umfragen bei allen betroffenen Kreisen der Wirtschaft ermittelt werden; auch scheint ein Vergleich mit den Gegebenheiten, wie sie in den USA bestehen, angezeigt. Das Sparen in Aktien bedarf in der Europäischen Gemeinschaft aus Gründen der Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik noch der Verbreitung in weiteren Kreisen der Wirtschaft und Gesellschaft.

### **Zu D.3: Recht der Wertpapiere**

Artikel 9 (2) der in der Frage bezogenen „Settlement Finality Directive“ (Richtlinie über die Begrenzung des Systemrisikos) – 98/26 EWG – des Rates vom 19.05.1998 zielt auf die

Harmonisierung des – nationalen - Wertpapier- „Konfliktsrechts“ als zukünftige Grundlage für EU-Zahlungssysteme ab. Erfahrungen über die Wirkungen der Richtlinie, die wohl noch nicht in allen Mitgliedstaaten in nationales Recht umgesetzt ist, liegen noch nicht vor. Über den Reformbedarf, insbesondere über die Notwendigkeit ergänzender Maßnahmen der Harmonisierung der Gemeinschaft lassen sich daher noch keine abschließenden Aussagen machen.

#### **Zu D.4: Grenzüberschreitender Handel mit Wertpapieren**

Die Regelungen der „Investment Services Directive“ („Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie“) – 93/22 EWG – des Rates vom 10.05.1993 ermöglichen den Wertpapierhäusern die gemeinschaftsweite Betätigung auf der Grundlage des sog. Heimatlandprinzips. Soweit das Heimatlandprinzip infolge der Enumeration der Tätigkeiten, die unter die wechselseitige Anerkennung fallen, nicht durchgängig zum Tragen gelangt, sollte es überprüft werden. Gegebenenfalls sind weitere Maßnahmen der Harmonisierung, insbesondere auch im Bereich des Wertpapierrechts zu treffen.

#### **Zu D.5: Flexibilität beim Erlaß von Richtlinien der Gemeinschaft**

Für die Rechtsetzung im Bereich des Kapitalmarktrechts sowie in anderen Bereichen der Wirtschaft- und Währungsunion sollte durchgängig zu dem einstufigen Verfahren der Verordnung übergegangen werden. Von der Übertragung von Rechtsetzungsbefugnissen auf die Kommission – unter Einführung von Ausschußverfahren – sollte abgesehen werden; hingegen sollte das Europäische Parlament in den Rechtsetzungsprozeß stärker eingeschaltet werden.

Wie einleitend dargelegt, scheidet die wechselseitige Anerkennung mitgliedstaatlicher Regelungen in den meisten einschlägigen Rechtsbereichen aus.

#### **Zu D.6: Standardisierung der rechtlichen Struktur von Wertpapierübertragungen**

Die angesprochenen Arbeiten zur Standardisierung des Vertragsrechts für den Handel mit Wertpapieren sind zu begrüßen. Ein standardisiertes Vertragsrecht für den Wertpapierhandel liegt im Interesse der Währungsunion. Zu begrüßen ist auch der sich abzeichnende „bottom-up approach“; dieser sollte aber im Interesse der Einschaltung aller Wirtschaftskreise durch einen „bottom-down approach“ begleitet werden.

#### **Zu D.7: Besicherung durch Bürgschaften**

Sofern sich aus Gründen des besseren Funktionierens der Finanzmärkte für den grenzüberschreitenden Bereich ein zwingender Bedarf nach einer Harmonisierung des Bürgschaftsrechts herausstellen sollte, kann der Gemeinschaftsgesetzgeber ihm gleichermaßen wie der Harmonisierung des Wertpapierrechts Rechnung tragen. Die

aufgezeigten Fragen, insbesondere die nicht ausreichend gewährleistete demokratische Legitimation des Rechtsetzungsprozesses der Gemeinschaft stellen sich indes in zunehmendem Maße, wenn weitere Bereiche des Zivilrechts in die Rechtsangleichung der Gemeinschaft einbezogen werden.

### **Zu D.8: Pfandrecht und Hypotheken als Besicherung**

Für die Harmonisierung des Pfand- und Hypothekenrechts gilt gleichermaßen, daß die Kompetenzen der Gemeinschaft zur Rechtsangleichung zwar entsprechend den Erfordernissen eines funktionierenden Gemeinsamen Marktes für Finanzdienstleistungen und den Belangen der Währungsunion entsprechend weit ausgelegt werden können, daß aber einer umfassenden Rechtsetzung der Gemeinschaft im Bereich des Zivilrechts so lange Grenzen gesetzt sind, wie die Europäische Union nicht, wofür ersichtlich bei allen Mitgliedstaaten keine politische Bereitschaft besteht, in einen Bundesstaat umgewandelt ist.

### **Zu: Das Bankensystem**

#### **Zu E.1: Angleichung von Praktiken der Banken durch den Markt**

Die Erarbeitung von Regelungen über die Abwicklung des Zahlungsverkehrs der Banken durch interessierte Kreise der Finanzwelt liegt im Interesse der Währungsunion und ist zu begrüßen. Für den „retail“-Bereich (Privatkundenbereich) des Kapitalmarktes fehlen entsprechende private Initiativen vermutlich deshalb, weil insofern, wie einleitend dargelegt, der Gemeinsame Markt noch nicht verwirklicht ist.

#### **Zu E.2: Regeln für den Zahlungsverkehr der Banken**

Die Einführung des Euro als einheitliche europäische Währung wird zwangsläufig dazu führen, daß die bestehenden Regelungen über den Zahlungs- und Verrechnungsverkehr im Hinblick auf den nunmehr „euro-wide pluridirectional multijurisdictional flow of payments“ innerhalb der Wirtschaft, insbesondere des Bankensektors laufend überprüft und erforderlichenfalls verbessert werden.

#### **Zu F 1: Einheitliches Regime im Bereich des Währungsrechts**

Mit der Übertragung der Währungshoheit haben die Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft die Rechtsetzungshoheit im Bereich des Währungsrechts überantwortet. Eine einheitliche Währung erfordert zwangsläufig ein einheitliches Währungsrecht, das die Europäische Gemeinschaft inzwischen auch weitgehend gesetzt hat. Für mitgliedstaatliche Gesetzgebung im Bereich des Währungswesens ist nur insoweit Raum, als diese zur

Durchführung oder Umsetzung von - im zweistufigen Verfahren der Richtlinie ergangenen – Gemeinschaftsrecht erforderlich ist.

Ein einheitliches und integriertes Regelungssystem für den Geld und Zahlungsverkehr ist unerlässlich, wenn die Währungsunion und die neue einheitliche Währung der Europäischen Gemeinschaft die ihnen zugeordneten Funktionen erfüllen sollen.

### **Zu: Folgerungen**

Der Kongreß könnte die Organe der Europäischen Gemeinschaft, die Regierungen und Parlamente ihrer Mitgliedstaaten und die europäische Öffentlichkeit in Form einer Entschließung darauf hinweisen, daß nunmehr nach der Einführung der einheitliche Währung alle zur Komplettierung des Regelungssystems des Kapitalmarktes der Gemeinschaft, der die Grundlage der Währungsunion bildet, sowie zur Absicherung der Währungsunion erforderlichen Maßnahmen der Rechtsangleichung getroffen werden müssen. Die nach Auffassung des Kongresses erforderlichen Maßnahmen wären in einer Anlage zu der Entschließung mit einer kurzen Begründung aufzulisten.

## **XIV. F.I.D.E CONGRESS**

**HELSINKI, 1 - 3 JUNE 2000**

### **QUESTIONS CONCERNING TOPIC III**

#### **LEGAL CONSEQUENCES OF THE SINGLE CURRENCY**

**General Rapporteur: Antonio Sáinz de Vicuña**

#### **QUESTIONNAIRE**

##### **INTRODUCTION**

The Treaty on European Union marks "*a new stage in the process of creating an ever closer union among the peoples of Europe*". The Union's task is "*to organise relations between the Member States and between their peoples*" and its objective, "*the creation of an area without internal frontiers*".

The Community has the purposes, inter alia, of achieving an "*internal market characterised by the abolition of obstacles to the free movement of services and capital*" and of approximating "*the laws of Member States to the extent required for the functioning of the common market*".

The introduction of the single currency, in addition to its initial political and economic motivations, is a fundamental step towards the achievement of these ends. The euro gives a new dimension to the internal market, will approximate economic agents and will increase the intensity of legal relationships across the euro area. It is submitted that its legal consequences will be no less than fostering a high degree of legal harmonisation and, in some areas, uniform commercial practices.

The motto "*one market, one currency*", which justified the initial plans leading eventually to the single currency, has been achieved with the introduction of the euro.

The theme of this questionnaire is to examine the motto "*one market, one law*". It is intended to focus the Report on the "*legal consequences of the euro*" with the idea of casting a new light on the old topic of approximation of laws, perhaps better reformulated as the emergence of new harmonised or uniform legal practices that will result from the enhanced pan-European economic intercourse arising from the common use of a single currency.

The analysis of the public law aspects and consequences of the introduction of the euro has been thorough in many conferences, seminars and written doctrine. This questionnaire, by contrast, focuses on the less-travelled path of private law consequences. The first issues raised look at private law consequences generically. Subsequent issues look at the law of obligations, the law of corporate structure, the law of banking, and the law of monetary and payment obligations.

Rapporteurs are invited to contribute, as specified in each of the following questions, to the elaboration of a draft Report that will be submitted to the F.I.D.E. Congress. It may include draft Conclusions and Recommendations. This questionnaire sets out an index of items that such Report ought to examine, and on which the group of Rapporteurs will have to reflect once all responses have been collected and circulated. Rapporteurs should feel free to introduce additional topics, suggest reformulation of items, or be more extensive on some questions than on other.

Rapporteurs are invited to submit their contributions by **Thursday, 29 July 1999** at the latest to:

Antonio Sáinz de Vicuña

General Counsel

European Central Bank, Kaiserstraße 29, D-60311 Frankfurt am Main

tel.: +49 69 1344 7440; fax: +49 69 1344 7406

email: [antonio.sainz\\_de\\_vicuna@ecb.int](mailto:antonio.sainz_de_vicuna@ecb.int)



## QUESTIONS

### **GENERAL QUESTIONS**

#### **A.1 - ONE MARKET, ONE CURRENCY, ONE LAW**

The Rapporteur is invited to comment on the inter-relationship between single market, single currency and single set of market rules.

Practices in the wholesale banking market are characterised by a mixture of legal rules and agreed forms of behaviour ("market conventions" and "codes of conduct"). Are these agreed forms of behaviour evidence of the need for one legal system?

Could the development of one legal system be restricted to those areas of economic activity that clearly treat the Union as one business area, such as banking and financial services?

This dynamic may be illustrated by the existence in every Member State of legislation that allows financial market business to be netted in the event of insolvency of one participant, even where that netting would otherwise run counter to national insolvency law principles. In some cases this legislation has been provoked by the introduction of the euro.

Or should the development of one legal system apply to the whole fabric of private law obligations, on the ground that it is not possible to alter the law of inter-bank obligations without de facto altering the legal position of third parties?

This dynamic may be illustrated by the difficulties found in achieving a pan-European insolvency regime for credit institutions, and the disagreements about the extent to which securities transactions should be ring-fenced from the application of differing national rules.

#### **A.2 - HISTORICAL EXAMPLES**

- a. The unification of Germany and the introduction of the Reichsmark took place in a situation of a variety of legal systems, both private and public, in the pre-existing political entities. Some thirty years later, the Civil and Commercial Codes for the whole of unified Germany were adopted.
- b. Monetary unification of Switzerland occurred in 1848, whilst the cantons retained their separate legal systems. The all-Switzerland Code des Obligations followed in 1881.
- c. The United States of America: emergence of the Uniform Commercial Code (UCC) as a set of rules for inter-State trading, above the States' differences in the civil and commercial domain.

The Rapporteur is invited to illustrate the above examples, and to add other possible examples of inter-relationship between single market, single currency and single law.

In particular, the view on whether the US example of an UCC may serve as inspiration to Europe.

### A.3 - THE POWER OF THE EUROPEAN COMMUNITY TO HARMONISE PRIVATE LAW

The only political authority encompassing the whole euro area is the Community. In general, the Community has received from the Member States powers that pertain to Public law: to organise the activity of the Member States, namely their executive branch, and harmonise the legal and regulatory framework under which economic and professional activities take place. Its impact on private law has been rather marginal. It is submitted that the introduction of the euro will have effects on private law, namely in commercial law, to address the increased need to use similar and known rules in the pan-European trade in goods and services.

The Rapporteur is invited to elaborate on the above. In addition, the Rapporteurs may wish to develop ideas as to whether the European Union, inclusive of the Community might be vested with such powers to foster commercial law harmonisation, or whether Articles such as 34, 40 and 43 of the Amsterdam Treaty may give sufficient base for entering that domain.

### A.4 - AREAS OF THE LAW THE HARMONISATION OF WHICH WOULD BE DEMANDED BY THE NEW DIMENSION OF THE MARKET ARISING FROM THE INTRODUCTION OF THE SINGLE CURRENCY.

The Rapporteur is invited comment on the above question, namely with a view to identifying which are the markets that would most benefit from the new dimension given by the introduction of the single currency, were it not because of the maintenance of different legal systems.

## **THE LAW OF OBLIGATIONS - CONTRACT LAW**

B.1 - There have been some initiatives to prepare a draft European Code of Contracts. The Commission of European Contract Law, established in 1982 under the chairmanship of Prof. Ole Lando, started in the early 80s and was composed basically by academics. By 1995 it produced Part 1 of the "Principles", dealing with performance, non-performance and remedies. In 1998 Part 2 of the "Principles" was finalised: formation (inclusive of contracts through agents), validity and interpretation. The Lando Commission keeps working at present on a Part 3 of the "Principles": set-off, assignment, subrogation and statute of limitations. Another grouping of civil law academics around two Italian professors, Prof. Antonio Trabucchi and Prof. Giuseppe Gandolfi, has been gathering since the early 90s in the Academy of European Private Law of Pavia (Italy), to prepare a European Code of Contracts, the results of which are still preliminary. The European Parliament has twice adopted a resolution (26.5.1989, OJ C158/400 1989; 6.5.1994, OJ C205/518 1994) asking the Commission and the Council to prepare a European Civil Code.

The Rapporteur is invited to comment on those initiatives, eventually further illustrate on them, and elaborate on the usefulness of results with regard to the perspective of a wider proliferation of cross-border contractual relationships following the introduction of the euro.

B.2 - If those groupings would enter into the domain of specific contracts, is there any indication of which would be the likely contracts where, following monetary union, a uniform set of rules may be more beneficial and could be, thus, given priority?

B.3 - Rapporteurs are invited to elaborate on whether further harmonisation of contract law should be fostered by public authorities ('up-down approach'), should remain within the domain of academics, or it is for the markets and economic agents to promote further contract harmonisation ('bottom-up approach').

B.4 - Rapporteurs are invited to comment on whether private law harmonisation international fora such as UNCITRAL, UNIDROIT, The Hague Conference on Civil Law, The International Chamber of Commerce, or other, may have adopted models or recommendations for unified commercial practices, that following the introduction of the euro, might be of special interest for Europe

## **THE LAW OF CORPORATE STRUCTURE - COMPANY LAW**

### **C.1 - COMPANY DIRECTIVES.**

The Rapporteur is invited to elaborate on the sufficiency of the current EU Company Directives, all of them dating from a time preceding the monetary union, once that the euro has been introduced, namely in view of the new multi-jurisdictional environment for the euro capital markets.

### **C.2 - THE EUROPEAN COMPANY**

The old project of an EC Regulation on a European company never came to the light. The new dimension of the market, following the introduction of the euro, and the growing number of companies with pan-European and global activity, the equity of which is quoted in several stock exchanges, may raise the question again on whether a European statute would be beneficial for these companies for which the national dimension appears inadequate.

The Rapporteur is invited to elaborate on that.

### **C.3 – INSOLVENCY**

The introduction of the single currency and the integration of the financial markets will diversify the location of parties concerned in the event of insolvency of an issuer of securities or, more generally, of any multinational debtor. Insolvency situations may be more complex than normal if there is not a clear and harmonised conflicts-of-law system, and substantive bankruptcy rules which are common or similar in the various Member States.

The Rapporteur is invited to comment on the above.

### **C.4 - CORPORATE GOVERNANCE**

Since the seminal work of the "Cadbury Commission", in many Member States rules or principles about corporate governance are being put in place.

Rapporteurs are kindly invited to summarise the respective national experience, and comment on the convenience of Community-wide harmonisation with a view to promote the integration of organised equity markets.

## C.5 - CORPORATE ACCOUNTING

Underlying many topics is the area of accounting rules. Equity is directly connected with corporate accounting. Reporting and disclosure as required in organised markets is closely related to the accounting system. Accounting is a 'language' to express corporate value, and in the same manner that within each Member State there is only one set of accounting rules, the question is now open as to whether an integrated market, fostered by the same currency, would not demand one single set of rules in this domain.

The Rapporteur is invited to contribute to the above question.

## C.6 - CORPORATE RELATIONSHIPS

Legal systems across the Union, in spite of the existing Company Directives, differ widely in the law agency, corporate representation and corporate attribution. In consequence, those entering into legal relationships with corporate entities expend time and resources on analysing the formalities of the relationship.

The Rapporteur is invited to comment on whether this represents a significant problem in this area.

# **THE LAW OF THE FINANCIAL MARKETS**

## D.1 - THE LEGAL CONCEPT OF "SECURITIES"

Following the respective national methods to redenominate securities into euro, as established in the respective national laws, a huge redenomination took place during the changeover weekend, to an extent that the private bond market in euro equals in amount the dollar-denominated private bond market. Many blue-chip companies have redenominated also their equity, and moreover most stock exchanges in the euro area started 1999 quoting the securities in euro. The price of securities having been re-denominated into euro, an increase in cross-border trading of these securities should have occurred in 1999, where disappearance of exchange risks (in addition to a pre-existing prohibition of any capital controls since 1992) would no longer distort free trading within the euro area. This has, however, only occurred in a limited dimension.

Links between organised markets located in different EU jurisdictions, and links between securities settlement systems, entered or about to be entered following the huge securities redenomination into euro mentioned above, should greatly facilitate cross-border trading of securities.

However, the exact legal meaning afforded to certain terms in several jurisdictions may differ, and one may wonder whether cross-border trade of securities may not be hindered by such differences. Under the name of 'security' many kinds of legal concepts may be included. Registered or bearer, fully dematerialised or in paper form (and these either in global immobilised manner, or in definitive titles), individualised or fungible, gross or net paying securities, uncollateralised or asset-backed securities, nominal equity or expressed as a percentage ("no-par value"), subordinated or non-subordinated, convertible or non-convertible, securitised portfolio of assets, UCITs securities (fixed or variable shares, participations, etc), and other. In the past some negotiable securities which are widely used internationally have been the subject of uniform law or customised practice: bills of exchange, promissory notes, and, to a certain extent, bills of lading and letters of credit.

The Rapporteur is invited to elaborate on the question on whether it is desirable a harmonisation of the legal concept of 'securities', its different varieties, or at least of the mostly traded securities, with a view to achieve a European wide securities market, and on the means and the limitations to achieve it.

## D.2 - REQUIREMENTS FOR THE ISSUANCE OF SECURITIES

A certain degree of harmonisation was achieved by way of the Listing Particulars and Prospectus Directives of 1989. However, cumulative application of "home" and "host" rules makes multi-jurisdictional listings cumbersome and impractical. The new dimension of the euro market, including the possible merger of/links between exchanges, may demand a uniform set of rules, so that securities which are to be issued and traded throughout the whole area are subject to identical rules wherever the place of issuance is, and whichever the targeted markets are.

The Rapporteur is invited to elaborate on this, and express his/her views on whether the current Directive would require a second generation.

## D.3 - LAW GOVERNING THE SECURITIES

Article 9(2) of the Settlement Finality Directive of 1998 (98/26/EC) aims at harmonising the conflict-of-laws rules applying to rights on securities placed and traded in a multi-jurisdictional market.

Rapporteurs are invited to comment on the respective national implementation of that Article of the EU Directive, and elaborate on further needs of harmonisation or uniformity in this area.

## D.4 - CROSS-BORDER TRADE OF SECURITIES

The EU Investment Services Directive (ISD) of 1993 (93/22/EEC) made the repartition between the home and the host jurisdictions of the rules and competences applying to the cross-border provision of investment services.

Rapporteurs are invited to express their view as to whether such repartition achieves the goals of clarity and homogeneity that the new multi-jurisdictional dimension of the euro securities markets demand, or whether a second generation of ISD would be warranted following the currency unification, or even whether uniform rules would be here a benefit, namely by establishing a European-wide Code of Business Conduct.

#### D.5 - FLEXIBILITY IN ADAPTING COMMUNITY DIRECTIVES

The euro-wide market may demand smooth adaptation to Community directives on financial markets. The experience of the past has shown long timeframes for adoption and amendment of such directives.

Rapporteurs are asked to comment on possible means to smooth the legislative adaptation to the need of a changing financial market.

#### D.6 - STANDARDISATION OF LEGAL STRUCTURE OF SECURITIES TRANSACTIONS

International markets have been using the standard repo contractual documentation organised by the International Securities Markets Association (ISMA). In the markets of the euro zone, the use of such standard documentation, prepared under a New York and London legal perspective, is limited, and local market documentation is more extensive. The European Banking Federation, supported by other European banking organisations, has finalised in 1999 the elaboration of a European Master Repurchase Agreement, aimed at being used within the euro zone. Further work is being carried to standardise swap agreements within the euro area financial markets.

Other international organisations have established standard contracts for trades of securities. Thus, the increasing desire to collateralise derivatives business has lead ISDA to develop credit support documents; there are specialist texts for securities lending (developed by ISLA and OSLA).

Rapporteurs are invited to comment on this bottom-up approach of achieving uniformity of rules by way of contract standardisation, as alternative to other means to unify commercial rules.

#### D.7 TAKING COLLATERAL BY WAY OF PLEDGE.

One particular kind of contract on securities is the pledge. Diversity of national rules on creation, perfection and enforcement of pledges of securities is enormous, although its economic function is the same in all jurisdictions. Contrary to taking collateral by way of repos, which is highly harmonious in the financial markets, taking collateral by pledge requires an examination of the local law and practices. In addition, differences in kinds of securities, namely between fungible and individualised securities, lead to different kinds of pledges (pooling vs. individual pledges).

The Rapporteur is asked to briefly describe the manner of establishing a pledge in his/her jurisdiction, and express a view as to whether cross-border use of securities would warrant a certain harmonisation of this kind of collateralisation.

## D.8 - MORTGAGE SECURITIES

One of the most sound and secure kind of securities is the mortgage-backed securities that finance the real estate market. However, there are wide national legal differences on both the mortgages and the configuration of these securities and of the mortgage market.

Rapporteurs are asked to comment on possibility, appropriateness, ways and means to harmonise these securities and markets so as to create a euro-wide market for these securities.

## THE BANKING SYSTEM

### E.1 - MARKET APPROXIMATION OF BANKING PRACTICES

Euro-denominated payments flow since January 1999 throughout the banking system of the whole Community. Interbank payments are the subject of either explicit contractual agreements or established practices; the new multi-jurisdictional dimension of such flows has encouraged a group of banks to harmonise spontaneously some of the rules. This initiative is called the 'Heathrow Group' in consideration of the normal place for their gatherings.

In the course of 1998, fostered by several market organisations, there was agreement regarding some of the techniques and concepts used by credit institutions: the so-called "market conventions" refer to, for instance, to the manner of computing interest rates, the periodicity of paying interest coupons, the method of making and describing rates between currencies. In the retail sector, by contrast, no such conventions were adopted (and this despite the enactment by the Commission of recommendations in fields such as dual price displays and charges for intra-euro conversions).

The Rapporteur is invited to comment on these and other similar initiatives.

### E.2. RULES FOR INTERBANK PAYMENTS

Article 4 of the U.S. Uniform Commercial Code addresses interbank payments. The International Chamber of Commerce adopted in 1990 the Guidelines on International Interbank Funds, Transfers and Compensation. In 1992 UNCITRAL adopted a Model Law on International Credit Transfers. It has been mentioned above the informal gathering of the 'Heathrow Group' and its achievement of recommending certain rules for interbank payments. The 1998 EU Directive on Settlement Finality contains provisions applying to interbank payments.

The question that arises is whether the introduction of the euro and the subsequent euro-wide pluridirectional multijurisdictional flow of payments would not signal a momentum to address this area of the money market from more uniform and consistent approach, in line with the American example. Rapporteurs are invited to comment.

## **THE LAW OF MONETARY AND PAYMENT OBLIGATIONS**

### **F.1 - UNIFORM REGIME FOR MONETARY AND PAYMENT ISSUES**

The regulations establishing the euro create not only a single currency but also a single monetary law for the euro area. It is thought - certainly, hoped - that as a result there are no aspects of monetary or payment law that remain un-unified.

The Rapporteur is asked to confirm that national legal systems do not have anything left to say in the area of monetary and payment obligations.

### **CONCLUSIONS**

Rapporteurs are invited to propose already some conclusions or recommendations with regard to the ideas and questions raised above, which, in his/her view, would be the message that the FIDE Congress in Helsinki next year may give to European legislators, academics, and practitioners.

\*\*\*



## ZEI Papers

ZEI Policy Paper B97-01	A Stability Pact for Europe (a Forum organized by ZEI)
ZEI Policy Paper B97-02	Employment and EMU (Deutsch-Französisches Wirtschaftspolitisches Forum/ Forum Economique Franco-Allemand)
ZEI Policy Paper B97-03	Liberalising European Markets for Energy and Telecommunications: Some Lessons from the US Electric Utility Industry (Tom Lyon and John Mayo)
ZEI Policy Paper B97-04	Macroeconomic Stabilization with a Common Currency: Does European Monetary Unification Create a Need for Fiscal Insurance or Federalism? (Kenneth Kletzer)
ZEI Policy Paper B98-01	Budgeting Institutions for Aggregate Fiscal Discipline (Jürgen von Hagen)
ZEI Policy Paper B98-02	Trade with Low-Wage Countries and Wage Inequality (Jaleel Ahmad)
ZEI Policy Paper B98-03	Central Bank Policy in a More Perfect Financial System (Jürgen von Hagen and Ingo Fender)
ZEI Policy Paper B98-04	The EMU`s Exchange Rate Policy (Deutsch-Französisches Wirtschaftspolitisches Forum/ Forum Economique Franco-Allemand)
ZEI Policy Paper B98-05	Estimating a European Demand for Money (Bernd Hayo)
ZEI Policy Paper B98-06	Monetary Union, Asymmetric Productivity Shocks and Fiscal Insurance: an Analytical Discussion of Welfare Issues (Kenneth M. Kletzer)
ZEI Policy Paper B98-07	Designing Voluntary Environmental Agreements in Europe: Some Lessons from the U.S. EPA`s 33/50 Program (John W. Maxwell)
ZEI Working Paper B98-08	Money-Output Granger Causality Revisited: An Empirical Analysis of EU Countries (Bernd Hayo)
ZEI Working Paper B98-09	US Monetary Policy AND Monetary Policy and the ESCB (Robert L. Hetzel)
ZEI Policy Paper B98-10	Der Wettbewerb der Rechts- und politischen Systeme in der Europäischen Union (Martin Seidel)

ZEI Working Paper B98-11	Exchange Rate Regimes in the Transition Economies: Case Study of the Czech Republic: 1990-1997 (Julius Horvath)
ZEI Policy Paper B98-11A	Die Bewertung der „dauerhaft tragbaren öffentlichen Finanzlage“ der EU Mitgliedstaaten beim Übergang zur dritten Stufe der EWWU (Rolf Strauch)
ZEI Working Paper B98-12	Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Interest Rates are Bounded at Zero (Athanasios Orphanides and Volker Wieland)
ZEI Working Paper B98-13	Fiscal Policy and Intranational Risk-Sharing (Jürgen von Hagen)
ZEI Working Paper B98-14	Free Trade and Arms Races: Some Thoughts Regarding EU-Russian Trade (Rafael Reuveny and John Maxwell)
ZEI Working Paper B98-15	Can Taxing Foreign Competition Harm the Domestic Industry? (Stefan Lutz)
ZEI Policy Paper B98-16	Labour Market & Tax Policy in the EMU (Deutsch-Französisches Wirtschaftspolitisches Forum/ Forum Economique Franco-Allemand)
ZEI Working Paper B99-01	The Excess Volatility of Foreign Exchange Rates: Statistical Puzzle or Theoretical Artifact? (Robert B.H. Hauswald)
ZEI Working Paper B99-02	The Consequences of Labour Market Flexibility: Panel Evidence Based on Survey Data (Rafael Di Tella and Robert MacCulloch)
ZEI Working Paper B99-03	The Macroeconomics of Happiness (Rafael Di Tella, Robert MacCulloch and Andrew J. Oswald)
ZEI Working Paper B99-04	The Finance-Investment Link in a Transition Economy: Evidence for Poland from Panel Data (Christian Weller)
ZEI Working Paper B99-05	Tumbling Giant: Germany's Experience with the Maastricht Fiscal Criteria (Jürgen von Hagen and Rolf Strauch)
ZEI Working Paper B99-06	Productivity Convergence and Economic Growth: A Frontier Production Function Approach (Christopher M. Cornwell and Jens-Uwe Wächter)

ZEI Working Paper B99-07	Comovement and Catch-up in Productivity Across Sectors: Evidence from the OECD (Christopher M. Cornwell and Jens-Uwe Wächter)
ZEI Working Paper B99-08	The Connection Between More Multinational Banks and Less Real Credit in Transition Economies (Christian Weller)
ZEI Working Paper B99-09	Monetary Policy, Parameter Uncertainty and Optimal Learning (Volker Wieland)
ZEI Working Paper B99-10	Financial Liberalization, Multinational Banks and Credit Supply: the Case of Poland (Christian Weller)
ZEI Policy Paper B99-11	Financial Supervision and Policy Coordination in the EMU (Deutsch-Französisches Wirtschaftspolitisches Forum / Forum Economique Franco-Allemand)
ZEI Working Paper B99-12	Size Distortions of Tests of the Null Hypothesis of Stationarity: Evidence and Implications for Applied Work (Mehmet Caner and Lutz Kilian)
ZEI Working Paper B99-13	Financial Fragility or What Went Right and What Could Go Wrong in Central European Banking? (Christian E. Weller and Jürgen von Hagen)
ZEI Working Paper B99-14	Industry Effects of Monetary Policy in Germany (Bernd Hayo and Birgit Uhlenbrock)
ZEI Working Paper B99-15	Financial Crises after Financial Liberalization: Exceptional Circumstances or Structural Weakness? (Christian E. Weller)
ZEI Working Paper B99-16	Multinational Banks and Development Finance (Christian E. Weller and Mark J. Scher)
ZEI Working Paper B99-17	Stability of Monetary Unions: Lessons from the Break-up of Czechoslovakia (Jan Fidrmuc, Julius Horvath and Jarko Fidrmuc)
ZEI Working Paper B99-18	Why are Eastern Europe`s Banks not failing when everybody else`s are? (Christian E. Weller and Bernard Morzuch)
ZEI Working Paper B99-19	The Evolution of Monetary Policy in Transition Economies (Ali M. Kutan and Josef C. Brada)
ZEI Working Paper B99-20	Subnational Government Bailouts in Germany (Helmut Seitz)

ZEI Working Paper B99-21	The End of Moderate Inflation in Three Transition Economies? (Josef C. Brada and Ali M. Kutan)
ZEI Working Paper B99-22	Partisan Social Happiness (Rafael Di Tella and Robert MacCulloch)
ZEI Working Paper B99-23	Informal Family Insurance and the Design of the Welfare State (Rafael Di Tella and Robert MacCulloch)
ZEI Working Paper B99-24	What Makes a Revolution? (Robert MacCulloch)
ZEI Working Paper B99-25	Micro and Macro Determinants of Public Support for Market Reforms in Eastern Europe (Bernd Hayo)
ZEI Working Paper B99-26	Skills, Labour Costs, and Vertically Differentiated Industries: a General Equilibrium Analysis (Stefan Lutz and Alessandro Turrini)
ZEI Working Paper B00-01	Monetary Union and Fiscal Federalism (Kenneth Kletzer and Jürgen von Hagen)
ZEI Working Paper B00-02	Inflation Bias and Productivity Shocks in Transition Economies: The Case of the Czech Republic (Josef C. Brada, Arthur E. King and Ali M. Kutan)
ZEI Working Paper B00-03	Integration, Disintegration and Trade in Europe: Evolution of Trade Relations During the 1990`s (Jarko Fidrmuc and Jan Fidrmuc)
ZEI Policy Paper B00-04	A New Political Culture in the EU – Democratic Accountability of the ECB (Christa Randzio-Plath)
ZEI Working Paper B00-05	Liberalization, Democracy and Economic Performance during Transition (Jan Fidrmuc)
ZEI Working Paper B00-06	The Demand for Money in Austria (Bernd Hayo)
ZEI Policy Paper B00-07	EMU and Economic Growth in Europe (Deutsch-Französisches Wirtschaftspolitisches Forum / Forum Economique Franco-Allemand)
ZEI Working Paper B00-08	The Effectiveness of Self-Protection Policies for Safeguarding Emerging Market Economies from Crises (Kenneth Kletzer)
ZEI Working Paper B00-09	Rational Institutions Yield Hysteresis (Rafael Di Tella and Robert MacCulloch)
ZEI Working Paper B00-10	The Importance of Domestic Political Institutions: Why and How Belgium and Italy qualified for EMU (Mark Hallerberg)

ZEI Working Paper B00-11	A Dynamic Approach to Inflation Targeting in Transition Economies (Lucjan T. Orłowski)
ZEI Policy Paper B00-12	Rechtsetzung und Rechtsangleichung als Folge der einheitlichen europäischen Währung (Martin Seidel)
ZEI Working Paper B00-13	Back to the Future: The Growth Prospects of Transition Economies Reconsidered (Nauro F. Campos)