

# Die Bildung und Feststellung des Börsenpreises

## 1. Begriff und Bedeutung des Börsenpreises.

**a) Richtigkeitsgewähr.** Börsenpreise sind Preise, die in einem geregelten Verfahren unter staatlicher Aufsicht zustande kommen. Sie spiegeln die jeweilige Marktlage an der Börse nach definierten Kriterien wieder. Mit ihnen ist deswegen die Gewährleistung verbunden, dass sie verfahrensmäßig korrekt ermittelt sind (sogenannte Richtigkeitsgewähr). Für das Anlegerpublikum bedeutet dies einen erhöhten Vertrauensschutz. Weil die Preisbildung zusätzlich unter staatlicher Überwachung stattfindet - wobei die Handelsüberwachungsstellen der Börsen und die Börsenaufsichtsbehörden der Länder zusammenspielen -, kann der Anleger in erhöhtem Maße davon ausgehen, dass die Regeln der Preisbildung eingehalten werden. Zu diesen gehört ganz generell die Einhaltung des Grundsatzes der Chancengleichheit der Marktteilnehmer und die Preisbildung nach fairen Kriterien in einem ausreichenden transparenten Verfahren<sup>1</sup>.

**b) Berechnungs-, Abrechnungs- und Bewertungsgrundlage.** Die besondere Bedeutung dieser Richtigkeitsgewähr des Börsenpreises ergibt sich daraus, dass dieser als Berechnungs-, Abrechnungs- und Bewertungsgrundlage in vielfachen Zusammenhängen dient. So kann beim Handelskauf der Annahmeverzug des Käufers dadurch beendet werden, dass die Ware zum Börsen- oder Marktpreis freihändig verkauft wird, so dass sich der evtl. verbleibende Schaden des Verkäufers auf die Differenz zwischen dem Börsen- und Marktpreis und dem vereinbarten Kaufpreis beschränkt<sup>2</sup>. Droht bei der Verpfändung von Sachen und Rechten eine wesentliche Wertminderung, die die Sicherheit des Pfandgläubigers gefährdet, so kann dieser das Pfand öffentlich versteigern lassen oder – sofern es einen Börsen- oder Marktpreis hat – freihändig verkaufen. Dieser freihändige Verkauf geschieht durch einen dazu öffentlich ermächtigten Handelsmakler (bisher: Kursmakler oder anderen Skontroführer, künftig: nur noch Skontroführer) oder durch eine zur öffentlichen Versteigerung befugte Person (Notar, Versteigerungsbeamter)<sup>3</sup>. Gleiches gilt nach Eintritt der Pfandreife<sup>4</sup>. Diese Bestimmungen gelten auch für die Verpfändung von Inhaberpapieren wie Inhaberschuldverschreibungen, Inhaberaktien<sup>5</sup>. Auch verpfändete Orderpapiere, die durch Indossament übertragen werden können und die einen Börsen- oder Marktpreis haben, dürfen nach Eintritt der Pfandreife gemäß § 1221 BGB freihändig verkauft werden<sup>6</sup>.

Beim Fixhandelskauf ist der für die Ware vorhandene Börsen- oder Marktpreis Bemessungsgrundlage für den Schadensersatzanspruch wegen Nichterfüllung, den der Vertragspartner nach Überschreitung des Leistungszeitpunktes gelten machen kann<sup>7</sup>.

Im Bewertungsrecht ist beim Wertansatz für Gegenstände des Umlaufvermögens anstelle der höheren Anschaffungs- oder Herstellungskosten der am Abschlussstichtag vorhandene Börsen- oder Marktpreis anzusetzen<sup>8</sup>.

Wird in diesen gesetzlichen Bestimmungen auf das Vorhandensein eines Börsenpreises für Wertpapiere oder Derivate abgestellt, so ist im Zweifel derjenige Preis gemeint, der in den liquidesten Markt im Inland für das betreffende Wertpapier oder Derivat an dem betreffenden Stichtag zustande

<sup>1</sup> vgl. BT-Drucks. 12/6679, 69, 70.

<sup>2</sup> vgl. § 373 Abs. 2 S. 1 HGB.

<sup>3</sup> §§ 1219, 1221 BGB.

<sup>4</sup> vgl. §§ 1235 Abs. 2, 1229 BGB.

<sup>5</sup> § 1293 BGB.

<sup>6</sup> §§ 1295, 1228 Abs. 2, 1221 BGB.

<sup>7</sup> § 376 BGB.

<sup>8</sup> Niederstwertprinzip gemäß § 155 Abs. 2 AktG.

kommt. War das Wertpapier im amtlichen Handel einer Börse notiert, so war auf den dort festgestellten amtlichen Preis abzustellen. Da die amtliche Preisfeststellung künftig entfällt, tritt die Ermittlung des Börsenpreises im amtlichen Markt an dessen Stelle.

**2. Börsenpreise im Präsenzhandel.** Der Gesetzgeber hat in § 25 BörsG zwei Arten von Börsenpreisen gleichwertig nebeneinander gestellt: Die im Präsenzhandel festgestellten Börsenpreise und die Börsenpreise, die sich im elektronischen Handel an einer Wertpapierbörse bilden. Hinsichtlich der im Präsenzhandel festgestellten Preise war überdies nach bisherigem Recht zu unterscheiden zwischen den amtlichen Börsenpreisen, deren Feststellung den Kursmaklern oblag und den anderen, nicht amtlichen Börsenpreisen, die außerhalb des amtlichen Marktsegments durch Freimakler als Skontroführer in nicht amtlicher Funktion<sup>9</sup> festgestellt werden. Künftig können Börsen nach einer Übergangszeit von drei Jahren auch im ersten Marktsegment, dem amtlichen Markt, frei wählen, für welche Art der Preisfeststellung sie sich entscheiden wollen. Im Falle einer Option für den Präsenzhandel nehmen aber seit dem Inkrafttreten des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes (FMFG) nicht mehr die Kursmakler eine amtliche Kursfeststellung vor, sondern die zugelassenen Skontroführer stellen den Börsenpreis in nicht-amtlicher Funktion fest. In dieser Weise nehmen Skontroführer die Feststellung des Börsenpreises auch im Geregelten Markt wahr.

**a) Skontroführer als Preisfeststeller.** Im Präsenzhandel kommen nur dadurch Börsenpreise zustande, dass ein zuständiger Skontroführer während der Börsenzeit in dem ihm zur Skontroführung zugeteilten Wertpapier eine Preisfeststellung oder –ermittlung vornimmt. Dagegen führen Geschäftsabschlüsse ohne Einschaltung eines Skontroführers nicht zu Börsenpreisen. Dies betrifft insbesondere den gesamten Direkthandel unter den Parketteilnehmern, also zwischen Börsenhändlern zugelassener Kreditinstitute (einschließlich Wertpapierhandelsbanken) und anderen Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Maklerfirmen). Diese durchaus innerhalb des Börsensaales auch während der Börsenzeit geschlossenen Geschäfte sind nicht im technischen Sinne „an einer Börse“ geschlossen und werden daher dem außerbörslichen Handel zugeordnet<sup>10</sup>. Direktgeschäfte dieser Art unterliegen nicht den strengen Preisermittlungsbestimmungen der Skontroführung und nicht entsprechender staatlicher Überwachung, so dass die dort zustande gekommenen Preise nicht die Qualität von Börsenpreisen haben.

Börsenpreise können in allen Handelssegmenten des Präsenzhandels durch Skontroführer festgestellt oder ermittelt werden. Der bisherige § 11 Abs. 1 S. 1 BörsG regelte dies für den amtlichen Handel und den Geregelten Markt. Der alte § 78 Abs. 2 S. 1 BörsG stellte dies für die Ermittlung von Preisen durch Skontroführer im Freiverkehr klar. Nach der neuen Regelung des § 24 BörsG gilt für alle Börsenhandelssegmente dieselbe Bestimmung zur Ermittlung des Börsenpreises.

Qualitätsunterschiede zwischen den Börsenpreisen in den einzelnen Marktsegmenten bestanden schon nach bisherigem Recht insofern nicht mehr, als die Regeln für die Preisermittlung, die für die Feststellung des amtlichen Börsenpreises durch Kursmakler galten, von den Börsen auch für die Preisfeststellung im Geregelten Markt und im Freiverkehr entsprechend herangezogen wurden. Dies gilt auch hinsichtlich der Neutralitätspflicht der jeweiligen Skontroführer, wie nunmehr in § 27 BörsG bestimmt ist.

Unterschiede haben bisher jedoch hinsichtlich der organisatorischen Absicherung der Neutralität der Skontroführer bestanden. Insofern war nur der Kursmakler als Skontroführer Beschränkungen hinsichtlich seiner sonstigen handelsgewerblichen Tätigkeit gemäß § 32 Abs. 5 (a.F.) BörsG

---

<sup>9</sup> Dies konnten nach bisherigem Recht auch Kursmakler außerhalb ihrer amtlichen Funktion, außerdem (und künftig weiterhin) auch Freimakler und Freimaklergesellschaften als Skontroführer sein.

<sup>10</sup> vgl. BT-Drucks. 12/6697, 70.

unterworfen. Insbesondere galten die restriktiven Bestimmungen über die Organisation und Geschäftstätigkeit von Kursmaklergesellschaften gemäß § 34 a (a.F.) BörsG nicht für Freimakler und Freimaklergesellschaften, die derartige Skontren im Geregelten Markt und Freiverkehr führen. Im Zuge der Novellierung des Rechts der Skontroföhler durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz hat jedoch eine Anpassung im Sinne der Schaffung eines einheitlichen Regulierungsniveaus für die Skontroföhler in allen Marktsegmenten stattgefunden. Qualitätsunterschiede der Börsenpreise in den verschiedenen Marktsegmenten sind damit auch rudimentär nicht mehr vorhanden.

**b) Qualität der Preise.** Um die Qualität der Börsenpreise im Präsenzhandel zu sichern, hat der Gesetzgeber für die Feststellung des Börsenpreises durch Skontroföhler und für die Preisbildung im elektronischen Handel in § 24 Abs. 2 BörsG folgende Vorgaben gemacht:

**aa) Ordnungsmäßiges Zustandekommen.** Börsenpreise müssen ordnungsgemäß zustande kommen. Dies bedeutet, dass sie dem dafür durch Gesetz, Börsenordnung und Geschäftsbedingungen der einzelnen Wertpapierbörsen vorgegebenen förmlichen Verfahren entsprechen müssen.

**bb) Konformität zur wirklichen Marktlage.** Börsenpreise müssen der wirklichen Marktlage des Börsenhandels entsprechen. Was alles zur "Marktlage" an einer Wertpapierbörse gehört, bestimmt die jeweilige Börsenordnung. Dies können auch sogenannte Referentmärkte sein.

**cc) Angebote und deren Annahme.** Angebote müssen den Handelsteilnehmern zugänglich gemacht und die Annahme der Angebote muss ihnen möglich gemacht werden.

Auf diese Weise wird die Information der Handelsteilnehmer über die vorhandene Angebotslage ebenso gesichert, wie ihre Reaktionsmöglichkeit. Es wird dadurch gewährleistet, dass die Handelsteilnehmer zu jeder Zeit in den Preisbildungsprozess einbezogen werden und dass die Preisfeststellung nicht gewissermaßen am Markt vorbei vollzogen wird. Abgewandelt und spezifiziert wird dieses Prinzip durch die unterschiedlichen Preisfeststellungsverfahren bei den gerechneten Kursen und im fortlaufenden Handel.

**dd) Preisspanne.** Des weiteren hat der bisherige § 11 Abs. 2 S. 3 BörsG vorgeschrieben, dass eine Preisfeststellung erst dann erfolgen darf, wenn den Handelsteilnehmern die aus Angebot und Nachfrage ermittelte Preisspanne zur Kenntnis gegeben worden ist. Auch diese Bestimmung sicherte die Transparenz und Fairness der Preisbildung im Präsenzhandel, in dem sie die Information der Marktteilnehmer über die Marktlage vor der Preisfeststellung und deren Reaktionsmöglichkeiten gewährleistet. Auch sie gilt allerdings nicht für die Feststellung der Eröffnungs-, Einheits- oder Schlusskurse, die rein rechnerisch ermittelt werden. Sie ist zudem nicht für den elektronischen Handel anwendbar, da dort keine Vorabinformation über eine Preisspanne erfolgt, sondern auf die in das System eingestellten Angebote direkt gehandelt werden kann. Da dem Gesetzgeber daran gelegen war, im Zuge des 4. FMFG auch Regeln für die Preisbildung im elektronischen Handel zu erlassen und dies offenbar in einer einheitlichen Bestimmung für beide Handelsarten geschehen sollte, wurde dieser Passus aus dem Börsengesetz gestrichen. Dies ändert allerdings nichts an seiner sachlichen Berechtigung im Präsenzhandel und seiner Bedeutung für die Preisfeststellung in diesem. Die Vorschrift wird daher in der Börsenordnung aufrecht zu erhalten sein.

**ee) Referenzpreise.** Die Marktlage des Präsenzhandels muss sich nicht allein aus dem Orderbuch des Skontroföhlers ergeben. Durch Börsenordnung kann auch bestimmt werden, dass die Preise anderer Börsen oder börsenähnlicher Einrichtungen im Inland oder eines organisierten Marktes im Ausland berücksichtigt werden können. In diesem Fall sind den Handelsteilnehmern die Börsen bzw. Referenzmärkte mit den jeweils ermittelten Preisen und zugrundeliegenden Umsätzen unverzüglich

bekannt zu machen<sup>11</sup>.

**c) Preistransparenz.** Sodann legt das Börsengesetz die Verpflichtung fest, sowohl die Börsenpreise als auch die ihnen zugrunde legenden Umsätze den Handelsteilnehmern unverzüglich bekannt zu machen<sup>12</sup>.

Eine weitergehende Transparenz des Preisbildungsprozesses kann durch die Börsenordnung bestimmt werden, indem diese die Verpflichtung schafft, den Handelsteilnehmern zusätzlich das höchste Limit der vorliegenden Kaufaufträge und das niedrigste Limit der vorliegenden Verkaufsaufträge zur Kenntnis zu geben. Auf diese Weise werden den Handelsteilnehmern die Eckpfeiler der Marktlage, nämlich die höchsten Kauflimite und die niedrigsten Verkaufslimite, wenn auch ohne entsprechende Volumenangaben, bekannt.

**d) Verfahren der Preisfeststellung.** Der Präsenzhandel an den deutschen Wertpapierbörsen kennt zwei verschiedene Verfahren der Preisermittlung: die gerechneten Preise und die Preisermittlungen im fortlaufenden Handel. Beide Preisfeststellungsverfahren finden in allen Marktsegmenten Anwendung<sup>13</sup>.

**aa) Einheitspreise.** Bei den Einheitspreisen handelt es sich um gerechnete Preise. Sie kommen dadurch zustande, dass der für ein bestimmtes Papier zuständige Skontroführer die ihm erteilten Aufträge in seinem Orderbuch sammelt und vor dem Zeitpunkt der Preisfeststellung auf der Grundlage einer Orderlage eine Taxe oder Preisspanne ermittelt und ausruft. Auf diese Weise werden die Handelsteilnehmer über die Marktlage informiert. Sie haben dann die Möglichkeit, noch vor der Preisfeststellung entsprechend zu reagieren, in dem sie dem Skontroführer weitere Orders erteilen oder erteilte Orders inhaltlich abändern oder stornieren lassen. Nach Schluss der Orderaufnahme errechnet der Skontroführer den Einheitspreis.

Zur Berechnung von Einheitspreisen kommt es stets im sogenannten Einheitsmarkt. Dazu gehören Papiere von geringer Börsenkapitalisierung und geringer Liquidität. Es kommt deswegen hier nur zu einer einzigen Preisfeststellung je Börsentag an der jeweiligen Wertpapierbörse.

Zur Berechnung von Einheitspreisen kommt es aber auch in den liquideren Wertpapieren, die fortlaufend notiert werden. Bei ihnen wird üblicherweise zu Beginn der Börsensitzung ein erster Börsenpreis (Anfangspreis) ermittelt. Seine Grundlage sind die bis zum Börsenbeginn beim Skontroführer vorliegenden Anlegerorders. An einigen Börsen wird darüber hinaus auch ein Schlusspreis nach dem Einheitskursverfahren ermittelt.

Im Einheitspreisverfahren kommt sodann auch der sogenannte Kassapreis zustande. Er wird regelmäßig einmal börsentäglich zu einem festgelegten Zeitpunkt während der Börsensitzung als gerechneter Preis ermittelt. Seine Grundlage sind die kleineren Orders, die wegen ihrer Stückzahl nicht variabel gehandelt werden können, sowie Überhänge größerer Orders, die gleichfalls nicht variabel ausgeführt werden konnten.

Nachdem verschiedene Regionalbörsen im Zuge ihrer Werbung um den Privatanleger dazu übergegangen sind, auch kleinste Stückzahlen bis hin zu einem Stück einer Aktie variabel zu handeln, hat der Kassapreis an diesen Börsen seine Bedeutung verloren. Mehrere Börsen haben inzwischen ihre Kassapreisermittlung eingestellt.

Dagegen hat der Anfangspreis als gerechneter Preis seine Bedeutung

---

<sup>11</sup> § 24 Abs. 2 Satz 4 und 5 BörsG.

<sup>12</sup> § 24 Abs. 2 Satz 3 BörsG.

<sup>13</sup> Siehe dazu etwa §§ 27 ff., 63 Abs. 1, 66 Abs. 3 S. 3, 66 a Abs. 3 Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse betreffend die bisherige amtlichen Notiz, den Geregelteten Markt, den Neuen Markt und den Freiverkehr.

behalten. In seine Berechnung fließen alle Anlegerorders ein, die bis zum Beginn der Börsensitzung beim Skontroführer eingegangen sind. Auch das elektronische Handelssystem XETRA enthält ein Orderbuch, in welchem die Anlegeraufträge und Orders der Eigenhändler für die Berechnung des Eröffnungspreises und Schlusspreises gesammelt werden.

**bb) Fortlaufende Notierung (variabler Handel).** Der sogenannte variable Handel beginnt, wie dargestellt, zunächst mit der Ermittlung des Eröffnungspreises im Einheitspreisverfahren. Er setzt sich dann fort mit einzelnen Geschäftsabschlüssen, die jeweils vom Skontroführer zwischen verschiedenen Marktteilnehmern als Käufer und Verkäufer vermittelt werden oder mit Geschäftsabschlüssen zwischen einem Marktteilnehmer und dem Skontroführer, der in diesem Fall selbst eintritt. Jeder dieser Abschlüsse erzeugt einen Börsenpreis, der als solcher festgestellt und veröffentlicht wird. Diesen Geschäftsabschlüssen liegt ein variabler Mindestschluss zugrunde, also eine bestimmte vorgeschriebene Mindeststückzahl von Papieren (Roundlot-Größe) oder ein Vielfaches davon. Dabei geht die Tendenz im variablen Handel dahin, auch niedrigere und „krumme“ Stückzahlen bis hin zum einzelnen Stück fortlaufend zu handeln. Diese Entwicklung wurde zum einen durch den Wettbewerb unter den Börsen angestoßen, zum anderen durch den elektronischen Handel begünstigt.

### 3. Börsenpreise im elektronischen Handel.

**a) Preisbildung, Preisqualität.** Neben die durch Skontroführer festgestellten Börsenpreise des Präsenzhandels hat der Gesetzgeber bereits im bisherigen § 11 Abs. 1 Satz 2 BörsG die Preise als gleichwertig gestellt, die sich in einem an einer Börse in einem durch Börsenordnung geregelten elektronischen Handelssystem bilden oder die sich an einer Börse bilden, an der ausschließlich elektronischer Handel stattfindet. Mit dieser Bestimmung sollte den modernen elektronischen Handelsmedien Rechnung getragen werden: Es sollte der Ende der 80-iger Jahre konzipierten Deutschen Terminbörse als einer vollelektronischen Börse der Weg geebnet werden. Außerdem sollte das Informationssystem IBIS I<sup>14</sup> alsbald durch ein elektronisches Handelssystem, das Integrierte Börsenhandels- und Informationssystem IBIS II<sup>15</sup>, abgelöst werden, das börsengesetzlicher Verankerung bedurfte.

Der neue § 24 BörsG geht ohne weiteres von einer Gleichwertigkeit der mit beiden unterschiedlichen Preisermittlungstechniken ermittelten Börsenpreise aus. Deswegen sah sich der Gesetzgeber des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes auch zu einer Abschaffung des bisherigen Vorrangs der Orderausführung im Präsenzhandel berechtigt: Durch Streichung des § 10 Abs. 2 (alt) BörsG in § 22 (neu) BörsG ist dieser Vorrang entfallen.

Dies ist allerdings nicht unproblematisch. Denn die Preisermittlung im elektronischen Handel vollzieht sich nach Regeln, die gegenüber denjenigen des Präsenzhandels durchaus nachteilig abweichen (können). Es besteht kein Ausführungsanspruch des Anlegers. Das Meistausführungsprinzip wird in den programmierten Auktionen nur unvollkommen abgebildet. Der „beste Preis“ für die Ausführung kann wegen der Ausführungsregeln nicht gewährleistet werden. Gerade in den weniger liquiden Märkten erweist sich deswegen der von Skontroführer ermittelte Preis meist als günstiger. Insbesondere der Privatanleger wird durch den Preisermittlungsmodus im Präsenzmarkt fairer behandelt. In XETRA wird versucht in weniger liquiden Markt Bereichen Designated Sponsors (Neuer Markt) oder Market Experts (XETRA US-Stars) einzusetzen, die innerhalb definierten Größenordnungen stets handelbare Preise stellen müssen.

**b) Preisbildungsverfahren.** Auch für die im elektronischen Handel erzeugten Börsenpreise gilt, dass sie in dem dafür börslich festgelegten

<sup>14</sup> Interbankeninformationssystem, in Betrieb seit 01.12.1989.

<sup>15</sup> IBIS II wurde im April 1991 in Betrieb genommen und im November 1997 durch XETRA (X-Change-Electronic-Trading) abgelöst.

Verfahren ordnungsgemäß zustande kommen und der wirklichen Marktlage entsprechen müssen<sup>16</sup>. Die Verfahren zur Bildung der Börsenpreise im elektronischen Handel können sich je nach ihrer Ausgestaltung von dem Preisfeststellungsverfahren durch Skontroführer nur unwesentlich oder auch prinzipiell unterscheiden. Stets erfolgen Geschäftsabschlüsse in einem elektronischen Handelssystem unmittelbar zwischen den Handelsteilnehmern, ohne deren physische Präsenz und insbesondere ohne Vermittlung eines zur Neutralität verpflichteten Intermediärs. Dieser wird hinsichtlich seiner Funktion als Auftragssammelstelle und Preisermittler durch dem Computer ersetzt.

Auch im elektronischen Börsenhandel müssen die Börsenpreise der wirklichen Marktlage des Börsenhandels entsprechen. Ob dies allein die Lage im elektronischen Orderbuch ist, ist durch die Börsenordnung festzulegen. Sie kann auch bestimmen, dass die Preise anderer Börsen oder börsenähnlicher Einrichtungen im Inland oder eines organisierten Marktes im Ausland berücksichtigt werden können<sup>17</sup>.

**aa) Auktionsverfahren.** Ein Handel nach dem Auktionsprinzip ist an einer elektronischen Börse sowohl nach dem Gesamtpreisverfahren als auch in fortlaufender Auktion möglich.

**(1) Gesamtpreisverfahren.** Beim Gesamtpreisverfahren werden die Orders der Teilnehmer zunächst gesammelt und dann zu bestimmten Zeitpunkten nach dem Meistausführungsprinzip ausgeglichen. Dies entspricht dem Einheitspreisverfahren im Präsenzhandel. Die Elektronik kann das Preisermittlungsverfahren bei den gerechneten Preisen abbilden und zu beliebigen Zeitpunkten Preisermittlungen auf der Grundlage der in einem elektronischen Orderbuch gesammelten Aufträge der Handelsteilnehmer vornehmen. Dies geschieht beispielsweise in XETRA.

**(2) Fortlaufende Auktion.** In der fortlaufenden Auktion findet ein ständiges Order-to-order-matching statt, sobald sich zur Ausführung geeignete Orders im elektronischen Orderbuch gegenüberstehen. Beim Auktionssystem konkurrieren alle Handelsteilnehmer im Preisfeststellungsprozess gleichberechtigt miteinander. Die Elektronik bildet hier den fortlaufenden Handel der Präsenzbörse ab.

**bb) Market-Maker-Prinzip.** Der elektronische Handel nach dem Market-Maker-Prinzip sieht neben den normalen Handelsteilnehmern die Market-Maker in ihrer Sonderrolle als zur verbindlichen Quotestellung verpflichtete Teilnehmergruppe vor (quote-driven market). Durch ihre Bid-/Ask-Quotes bieten sich Market-Maker ständig aktiv als Handelspartner zum sofortigen Abschluss zu festgelegten Mindestschlussgrößen an. Sie sorgen mit ihrem Sofortigkeitsservice dafür, dass der Markt liquide ist.

Market-Maker sind – anders als Skontroführer im Präsenzhandel – nicht zur Neutralität verpflichtet, denn sie vermitteln nicht, sondern sie schließen Kaufverträge als Partei im eigenen Namen ab<sup>18</sup>. Dabei ziehen sie ihren Geschäftsgewinn aus dem Bid-/Ask-Spread. Diese Spanne ist der Preis, den die Marktteilnehmer für den Sofortigkeitsservice des Market-Makers zu zahlen haben<sup>19</sup>. In der Regel stehen mehrere Market-Maker für ein und dasselbe Papier in Konkurrenz zueinander<sup>20</sup>, sodass sich der Spread im Wettbewerb verringert. Wo dies nicht der Fall ist, müssen Vorschriften über maximale Spreadgrößen geschaffen und ihre Einhaltung überwacht werden<sup>21</sup>.

---

<sup>16</sup> § 24 Abs. 2 Satz 1 und 2 BörsG. Beide Arten von Börsenpreisen sind somit prinzipiell rechtlich gleichgestellt (*Jütten*, Die Bank, 1993, 606; *Schäfer/Ledermann*, BörsG, § 11 Rn. 4).

<sup>17</sup> § 24 Abs. 2 Satz 4 BörsG, eingefügt durch das 4. FMFG.

<sup>18</sup> Dennoch ist der Market-Maker auch Intermediär in dem Sinne, dass er durch seine Risikobereitschaft und ständige Angebotsstellung eine stets verfügbare Vertragspartei darstellt.

<sup>19</sup> Dieser Preis der jederzeitigen Liquidität ist beträchtlich; Market-Maker-Preise sind in der Regel ungünstiger als im Auktionsverfahren ermittelte Preise.

<sup>20</sup> An der NASDAQ konkurrieren zum Teil über 10 Market-Maker in einem Wert. Dies setzt natürlich eine gewisse Markttiefe voraus.

<sup>21</sup> Entsprechend soll bei dem in die Düsseldorfer Wertpapierbörse integrierten Market-Maker-System Quotrix verfahren werden.

Auch dieses Prinzip wird beispielsweise in XETRA angewandt, indem dort sog. Designated Sponsors Quotes eingeben, auf die ständig gehandelt werden kann. Ein Teil des XETRA-Handels ist daher order-driven, ein anderer quote-driven<sup>22</sup>.

**cc) Hybridsysteme.** Sie sind Mischsysteme, in denen beispielsweise das Auktionsverfahren mit einem fakultativen oder verbindlichen Market-Making kombiniert wird, um auch in den weniger liquiden Werten für eine Grundliquidität zu sorgen. Hierbei stehen die eingegebenen Orders mit den Quotes der Market-Maker in Wettbewerb.

**c) Preistransparenz.** Hinsichtlich der Veröffentlichung der im elektronischen System erzeugten Preise gelten die selben Vorschriften, wie für die Preisveröffentlichung des Präsenzhandels. Dies gilt auch für die Veröffentlichung der Umsätze<sup>23</sup>.

Dr. Uwe Schlüter/ März 2002

---

<sup>22</sup> Dies allerdings mit der Einschränkung, dass ein im eigentlichen Sinne Quote getriebenes System ein verbindliches Market-Making voraussetzt, also die Verpflichtung, jederzeit auf Anfrage verbindliche Quotes zu stellen. Dies ist in XETRA nur bei den Designated Sponsors der Fall. Auch insofern ist XETRA ein Mischsystem. Dagegen ist die Terminbörse EUREX eine rein Quote-getriebene Market-Maker-Börse.

<sup>23</sup> § 23 Abs. 2 Satz 4 BörsG.