

Das neue Recht des Skontroführers

1. Einleitender Überblick. Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz (FMFG) steht in einer Reihe von Gesetzesinitiativen, die dem Ziel dienen, die Wettbewerbsposition des Finanzplatzes Deutschland zu stärken. Dies geschieht im Kontext und in Vollzug der Harmonisierungsbestrebungen zur Schaffung eines einheitlichen, leistungsstarken Finanzbinnenmarkts in Europa. Begleitende Initiativen dazu waren in jüngster Vergangenheit die Stärkung der Finanzmarktaufsicht auf Bundesebene durch die Zusammenführung der drei Bundesaufsichtsämter für das Kreditwesen, für den Wertpapierhandel und für das Versicherungswesen unter dem Dach der neuen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin). Auch die Strukturreform der Bundesbank diene der Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes. Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz hat die Rahmenbedingungen bei Unternehmensübernahmen und anderen öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren in Deutschland verbessert.

Im Bereich der Finanzmärkte hat sich in den letzten Jahren, getragen von den neuen I & K-Techniken und der dadurch beschleunigten Globalisierung des Handels ein tiefgreifender Strukturwandel vollzogen, der auch die Wertpapierbörsen und ihre Teilnehmer erfasst hat. Die zunächst erfreulich verbesserte Akzeptanz der Aktie als Anlage- und Spekulationsobjekt auch bei breiteren Bevölkerungsschichten, die zahlreichen IPO's der letzten Jahre und die Anfangserfolge des Neuen Marktes hatten wesentlich zur Belebung der Märkte beigetragen. Der anschließende dramatische Niedergang der Kurse, initiiert durch das Platzen der Technologie-Blase und begleitet von zahlreichen Fällen der Fälschung von Unternehmensdaten und der Ausnutzung von Insidervorteilen hat vor allem die Privatanlegerschaft nachhaltig ernüchtert und erschreckt. Es wurden durch diese Entwicklung aber auch erhebliche legislatorische und aufsichtsrechtliche Defizite aufgedeckt.

Mit dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz, das zum 01.07.2002 in Kraft getreten ist, sollen unter anderem auf diese Entwicklungen regulatorische Antworten gegeben werden.

So wurden die Verbote der Kurs- und Marktpreismanipulation vom Gesetzgeber abgestuft und umgestaltet¹ und die Überwachungszuständigkeit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht neu begründet.²

Es wurden bisher ausdrücklich ausgeschlossene Schadenersatzansprüche im Bereich der Ad-hoc-Mitteilungen³ bei unterlassener Veröffentlichung kursrelevanter neuer Tatsachen und bei Veröffentlichung unwahrer Tatsachen geschaffen.⁴

Eine gesetzliche Compliance-Regelung der Wertpapieranalyse wurde normiert. § 34 b WpHG verpflichtet die Analysten zu sachkundiger, sorgfältiger und gewissenhafter Tätigkeit sowie zur Offenlegung von möglichen Interessenkonflikten.

Um die Ausnutzung von Wissensvorsprüngen durch Mitglieder der Geschäftsleitung oder eines Aufsichtsorgans oder persönlich haftende Gesellschafter eines börsenzugelassenen Emittenten zu vermeiden müssen diese⁵ dem Emittenten und der Bundesanstalt Erwerbs- und Veräußerungsgeschäfte in Wertpapieren des Emittenten unverzüglich schriftlich mitteilen;⁶ der Emittent hat die Mitteilung unverzüglich zu veröffentlichen.

Die Transparenz und Vergleichbarkeit von publizierten Geschäftsdaten wurden verbessert⁷.

¹ Gegenüber dem bisherigen Straftatbestand des Kursbetrugs nach § 88 BörsG (alt) wurde eine untere Reaktionsstufe des bußgeldbewehrten Verwaltungsverbots eingeführt, die lediglich objektiv unrichtige Angaben über bewertungsrelevante Umstände eines Vermögenswertes bzw. deren Verschweigen entgegen bestehender Offenbarungspflicht und subjektiv die Absicht der Preiseinwirkung voraussetzt (§§ 20 a, 39 Abs.1 WpHG). Für die Ahndung dieser Ordnungswidrigkeiten ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) als Verwaltungsbehörde zuständig (§§ 40 WpHG, 36 Abs. 1 Nr. 1 OWiG). Auf der weiteren Sanktionsstufe liegt ein strafrechtliches Vergehen vor, wenn durch die unrichtigen oder unterlassenen Angaben auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis tatsächlich eingewirkt wurde. Dessen Verfolgbarkeit ist dadurch erleichtert worden, dass auf das bisherige, schwer beweisbar subjektive Tatbestandsmerkmal der Absicht der Kursbeeinflussung verzichtet wurde (§§ 20 a, 38 Abs. 1 Nr.4 WpHG). Bei Verdacht einer solchen Straftat hat die BAFin Anzeige an die Staatsanwaltschaft zu erstatten. Vgl. dazu *Schlüter*, Börsenhandelsrecht, 2. Aufl., D. Rdn. 285 ff.

² § 20 b WpHG. Die BAFin überwacht die Einhaltung des gesetzlichen Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation. Sie kann zu diesem Zweck von den Beteiligten Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen fordern.

³ § 15 Abs. 6 WpHG.

⁴ § 37 b und c WpHG.

⁵ Die Verpflichtung gilt auch für deren Ehe- und eingetragene Lebenspartner und Verwandte ersten Grades.

⁶ § 15 a Abs. 1 WpHG. Ausnahmen gelten für Erwerbe auf arbeitsrechtlicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil und für Geschäfte, die zusammengekommen einen Schwellenwertes von EUR 25.000 in 30 Tagen nicht übersteigen.

⁷ § 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG schreibt die Verwendung üblicher Kennzahlen und deren Vergleichbarkeit vor.

Die Befugnisse des Bundesaufsichtsamtes (BAFin) wurden gestärkt.

Im Bereich des Börsengesetzes kam es im wesentlichen zu folgenden Veränderungen:

Rein äußerlich wurde eine fast durchgehende Änderung der Paragraphen-Folge vorgenommen. Die Bestimmungen über das Kursmaklerwesen⁸ sind vollständig entfallen. Die Vorschriften über den Terminhandel der §§ 50 ff wurden ins Wertpapierhandelsgesetz übernommen und dort neu gestaltet.

Es wurden Regelungen zum Börsenträger, die Beteiligung an diesem⁹ und die Funktionsauslagerung getroffen. Die Absicht des Betriebs eines elektronischen Handelssystems im Inland ist der zuständigen Börsenaufsichtsbehörde anzuzeigen.¹⁰ Börsenähnliche Einrichtungen haben gesetzlichen Anforderungen an ihre Organisation, an den Handel, die Preisermittlung und Preistransparenz sowie an interne Kontrollverfahren zu genügen. Sie werden von der Börsenaufsichtsbehörde beaufsichtigt.¹¹

Im einzelnen finden sich darüber hinaus zahlreiche weitere Änderungen über die Organisation des Handels an den Wertpapierbörsen.

Das neu gefasste Börsengesetz sieht eine Entkoppelung der Preisfeststellung von den Marktsegmenten vor. Die Börsen können zwischen den verschiedenen Handelsarten – dem Präsenzhandel oder dem elektronischen Handel – wählen.¹² Auf einen an der jeweiligen Börse bestehenden Präsenzhandel kann zugunsten des elektronischen Handels allerdings erst nach Ablauf einer dreijährigen Übergangsfrist verzichtet werden.¹³ Der Vorrang des Präsenzhandels bei der Ausführung von Anlegerorders ist entfallen.¹⁴

⁸ §§ 29 ff BörsG (alt).

⁹ Die neue Regelung lehnt sich eng an § 2 b KWG (bedeutende Beteiligung an Instituten) an.

¹⁰ Die Anzeigepflicht des § 58 BörsG ermöglicht es der Börsenaufsichtsbehörde, darüber zu entscheiden, ob es sich um eine nach § 1 BörsG genehmigungspflichtige Börse oder um eine börsenähnliche Einrichtung gemäß § 59 BörsG handelt oder nicht.

¹¹ §§ 59, 60 BörsG.

¹² § 25 BörsG.

¹³ § 64 Abs. 4 BörsG.

¹⁴ Erhalten blieb lediglich der Vorrang des Börsenhandels vor der außerbörslichen Ausführung, § 22 Abs. 1 BörsG.

Die bisher obligatorische Preisfeststellung im amtlichen Markt durch Kursmakler wurde damit aufgegeben; wenn und soweit eine Preisfeststellung im Präsenzhandel der Wertpapierbörsen stattfindet, werden nunmehr in allen Marktsegmenten Skontrofführer eingesetzt.

Das neue Recht des Skontrofführers (§§ 26 ff BörsG) beruht auf einer weitreichenden Deregulation des bisherigen Kursmaklerrechts. Die Betriebspflicht der Skontrofführer wurde erweitert. Die Skontrofführer haben künftig auf einen geordneten Marktverlauf hinzuwirken. Bisher bestehende gewerbliche Beschränkungen der Kursmakler¹⁵ und der Freimakler-Skontrofführer¹⁶ wurden weitgehend aufgehoben. Eine zusätzliche Prüfung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit durch die Börsenaufsichtsbehörden¹⁷ findet nicht mehr statt. Bei der Preisfeststellung können zur Ermittlung marktgerechter Preise auch Reversenmärkte berücksichtigt werden¹⁸.

Neben der Zulassung zum Geregelteten Markt ist auch eine Einbeziehung von Wertpapieren in dieses Segment unter erleichterten Voraussetzungen möglich¹⁹. Beide erstrangige Marktsegmente sind damit als geregelte Märkte im Sinne der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ausgestaltet und stehen dem wechselseitigen Zugang der Emittenten in Europa offen.

Die Börsen können auch Teilbereiche der Marktsegmente durch Regelung in der Börsenordnung mit erhöhten Standards versehen.

Daneben führte das 4. FMFG zu erheblichen Änderungen des Kreditwesengesetzes, die zum Teil auch in die Praxis des Börsenhandels hineinwirken werden.

¹⁵ Zu nennen ist hier das Verbot, während des Präsenzhandels andere als die zugewiesenen Werte zu handeln (§ 32 Abs. 1 Satz 2 (alt) BörsG), das Verbot des Betreibens eines sonstigen Handelsgewerbes und der Beteiligung als Kommanditist oder stiller Gesellschafter an einem solchen (§ 32 Abs. 5 (alt) BörsG), die Einschränkungen bei der Struktur der Kursmaklergesellschaften, die sich aus § 34 a Abs. 1 (alt) BörsG ergeben haben, das an Kursmaklergesellschaften gerichtete Verbot, über den Präsenzhandel die einem der an der Gesellschaft beteiligten Kursmakler zugewiesenen Wertpapiere zu handeln (§ 34 a Abs. 5 (alt) BörsG) und schließlich das Verbot des Handels per Erscheinen (§ 42 Abs. 2 (alt) BörsG)..

¹⁶ Hier bestand die Beschränkung des § 75 Abs. 1 a (alt) BörsG, wonach skontrofführende Institute über den Präsenzhandel an der Börse das Finanzkommissionsgeschäft und die Finanzportfolioverwaltung in den Wertpapieren, die dem Institut oder einer für das Institut handelnden Person zur Feststellung des Börsenpreises zugewiesen sind, nur insoweit betreiben dürfen, als die für Rechnung oder im Auftrag des Kunden getätigten Geschäfte nicht bei der Feststellung des Börsenpreises durch diesen Skontrofführer berücksichtigt werden. Außerdem bestand das Verbot des Handels per Erscheinen, § 75 Abs. 2 (alt) BörsG.

¹⁷ Bisher § 8 b BörsG (alt).

¹⁸ § 24 Abs. 2 Satz 4 BörsG.

¹⁹ § 49 Abs. 1 BörsG.

Aus der Fülle der Neuerungen soll hier das Recht der Skontroführer herausgegriffen und näher beleuchtet werden.

2. Begriff des Skontroführers. Das Recht des Skontroführers ist ein wesentlicher Bestandteil der Neuregelungen des Börsengesetzes. Das bisherige Recht des Kursmaklers wurde durch die neuen Bestimmungen vollständig ersetzt. Die Bedeutung der Regelungsmaterie folgt aus der Funktion der Skontroführer, die Preisermittlung im Präsenzhandel an den Wertpapierbörsen vorzunehmen. Im amtlichen Handel oblag dies bisher den Kursmaklern als vereidigten amtlichen Maklern. Mit ihrer Stellung und Tätigkeit, insbesondere ihrer Neutralitätspflicht und eingeschränkten Eigenhandelsbefugnis war eine besondere Qualitätsgarantie hinsichtlich der von ihnen festgestellten amtlichen Kurse verbunden.²⁰

Wegen der wachsenden Akzeptanz des elektronischen Börsenhandels und der zunehmenden Qualität der dort maschinell erzeugten Preise, kam es zu einer Verlagerung des Schwerpunktes des Börsenhandels in den besonders liquiden Werten weg vom Präsenzhandel und hin zum elektronischen Handel (XETRA). Der Gesetzgeber hat daraus gefolgert, den bisher im Interesse des Anlegerschutzes und der Liquidität der Börsenmärkte geltenden Vorrang des Präsenzhandels abzuschaffen und beide Handelsarten sowie die dort erzeugten Börsenpreise als qualitativ gleichwertig anzuerkennen und gesetzlich gleich zu stellen. Dies kommt in dem Verzicht auf das bisherige Prädikat der „Amtlichkeit“ der Kurse im erstrangigen Segment des börslichen Präsenzhandels, in der Gleichstellung der Handels- und Preisermittlungsarten, zum Ausdruck.

Der amtliche Kurs und die amtliche Kursfeststellung im Präsenzhandel sind mit Wirkung ab dem 01.07.2002 entfallen. Damit wird auch der Kursmakler – begrifflich, nicht funktionell – entbehrlich, der nunmehr seit über 100 Jahren, nämlich seit dem Inkrafttreten des Börsengesetzes am 01.01.1897 für die Kursfeststellung im amtlichen Markt zuständig war. Wegen der mit dem Vordringen von XETRA verbundenen Ausdünnung der Liquidität des Präsenzhandels haben auch die Kursmakler selbst im Vorfeld des Gesetzgebungsverfahrens in die Richtung einer grundsätzlichen Veränderung ihrer Marktposition gewirkt, um damit u.a. auch die Beschränkungen abzustreifen, die ihnen die bisherige

²⁰ Dies war auch im Verhältnis zu der Preisfeststellung durch Skontroführer im Regierten Markt und im Freiverkehr der Fall – wenngleich sich die Preisfeststellung dort jeweils nach den auch im amtlichen Handel geltenden Regelungen vollzogen hat. Es galten aber unterschiedliche Anforderungen für die organisatorische Absicherung der Neutralitätspflicht (vgl. § 34 a (alt) BörsG und § 75 Abs. 1a (alt) BörsG).

Berufsausübung in halbamtlicher Eigenschaft auferlegt hat.²¹

In allen Börsenhandelssegmenten findet künftig eine nicht-amtliche Ermittlung (Feststellung) des Börsenpreises statt. Nach Wahl der Börsen kann diese durch Skontroführer im Präsenzhandel oder durch elektronische Preisermittlung erfolgen.

Die Rechtsfigur und Bezeichnung des Skontroführers ist nicht neu. Sie leitet sich aus der Tätigkeit ab, das Maklerskonto, also das Orderbuch, dessen Inhalt zur Grundlage der Preisfeststellung wird, zu führen. In diesem Sinne waren die bisherigen Kursmakler amtlich bestellte Skontroführer.²²

Nicht-amtliche Skontroführer waren schon bisher im Geregelteten Markt als solche eingesetzt. Auch im Präsenzhandel des Freiverkehrs fand die Preisfeststellung schon in der Vergangenheit durch Skontroführer statt. Dabei galten und gelten die gleichen Anforderungen an die Preisfeststellung, wie beim amtlichen Makler. Die nicht-amtlichen Skontroführer unterlagen jedoch nicht den weitgehenden gewerblichen Beschränkungen der Kursmakler. Mit dem Wegfall der amtlichen Kursfeststellung konnte somit eine Deregulierung des neuen Rechts des Skontroführers erfolgen. Diese Möglichkeit hat der Gesetzgeber ergriffen. Eine Anlehnung an die bisherigen Bestimmungen des Kursmaklerrechts fand dabei nur noch sehr beschränkt und soweit unabweisbar notwendig statt. Hingegen erfolgte eine deutliche Liberalisierung des bisherigen Kursmaklerrechts, sodass es im wesentlichen zu einer gesetzlichen Übernahme und Fortschreibung der liberaleren Rechtsfigur des bisherigen Skontroführers im Geregelteten Markt und im Freiverkehr auch für das erste Marktsegment gekommen ist. Erhalten blieben nur diejenigen Bestimmungen, die zur Sicherung der Neutralität des Skontroführers unabdingbar sind.

Der Ansatz einer beabsichtigten Deregulation des Kursmaklerrechts legte es im übrigen auch näher, die Bezeichnung „Skontroführer“ auch für den amtlichen Markt neuer Prägung zu übernehmen und nicht den Begriff des Kursmaklers beizubehalten.

²¹ Sie haben dabei zunächst die Übernahme der Rolle eines Spezialist angestrebt. Die damit verbundene weitgehende Eintrittspflicht war jedoch mit der im Vergleich zum Spezialist an der NYSE relativ geringen Kapitalausstattung deutscher Kursmakler nicht näher in Betracht zu ziehen.

¹⁸ Der Begriff des Skontroführers ist zugleich Oberbegriff für die (amtlichen) Kursmakler und die nicht-amtlichen Skontroführer, bezog sich aber gesetzestechisch bisher nur auf die preisfeststellenden Firmen und Personen im Geregelteten Markt und im Freiverkehr und wurde insofern marktsegmentbezogen verwendet. Durch die gesetzliche Neuregelung erhält der Begriff einen einheitlichen Regelungsgehalt für den amtlichen und den Geregelteten Markt (beides „geregeltete Märkte“ im Sinne des europäischen Wertpapierrechts).

3. Zulassung als Skontroführer²³. Skontroführer sind Kreditinstitute oder Finanzdienstleistungsinstitute, die auf ihren Antrag hin von der Geschäftsführung der Wertpapierbörse als Skontroführer zugelassen worden sind.

Die Zulassung zum Skontroführer wird den Instituten als solchen erteilt.

a) Zulassung zum Börsenhandel. Nach § 26 Abs. 1 Satz 1 BörsG (neu) kann auf Antrag zum Skontroführer zugelassen werden, wer als Kreditinstitut oder Finanzdienstleistungsinstitut zugelassen ist.

Damit ist die Zulassung zur Teilnahme am Börsenhandel angesprochen. Da der Skontroführer notwendig am Börsenhandel teilnimmt,²⁴ setzt die Zulassung als Skontroführer auch die Zulassung zur Teilnahme am Börsenhandel voraus. Sie richtet sich nach § 16 BörsG. Unterschieden wird dabei zwischen der Zulassung von Unternehmen und von Börsenhändlern.

aa) Zulassung von Unternehmen. Unternehmen werden zur Teilnahme am Börsenhandel zugelassen, wenn ihre einzelkaufmännischen Inhaber bzw. ihre gesetzlichen oder satzungsmäßigen Geschäftsführer und Vertreter zuverlässig sind.

Außerdem muss zumindest eine dieser Personen die notwendige berufliche Eignung für das börsenmäßige Wertpapiergeschäft besitzen (§ 16 Abs. 4 Nr. 1 BörsG).

Des Weiteren muss die ordnungsgemäße Geschäftsabwicklung sichergestellt sein.

Die Unternehmen müssen entweder die Erlaubnis nach §§ 32, 33 KWG als Kreditinstitut oder Finanzdienstleistungsinstitut besitzen und den dort vorgeschriebenen Eigenmittelanforderungen genügen oder sie müssen ein Mindestkapital von 50.000 EUR nachweisen und ihre wirtschaftliche Leistungsfähigkeit muss gegeben sein.

Zu der letztgenannten Gruppe von Börsenteilnehmern gehören insbesondere die reinen Eigenhändler. Sie erbringen keine Finanzdienstleistungen und sind daher keine Institute im Sinne des KWG, sondern sind Finanzunternehmen nach § 1 Abs. 3 KWG. Wie sich aus § 26 Abs. 1 Satz 1 BörsG ergibt, können Finanzunternehmen nicht als Skontroführer zugelassen werden.

Weitere Zulassungsvoraussetzung für die Teilnahme am

²³ Siehe dazu auch *Schlüter*, Börsenhandelsrecht, 2. Aufl., G. Rdn. 553 ff.

²⁴ Als mit der Aufgabe der Preisfeststellung betrauter Börsenteilnehmer steht er sogar im Zentrum des Präsenzhandels.

Börsenhandel ist die Leistung einer durch die jeweilige Börsenordnung vorgeschriebenen ausreichenden Sicherheit, um die Verpflichtungen aus Geschäften, die an der Börse sowie an einem an der Börse zugelassenen elektronischen Handelssystem abgeschlossen werden, jederzeit erfüllen zu können (§ 19 BörsG).

bb) Zulassung von Börsenhändlern. Die Zulassung eines Unternehmens zum Börsenhandel berechtigt noch nicht zum Abschluss von Börsengeschäften. Dafür ist eine Händlerzulassung erforderlich. Börsenhändler, die berechtigt sein sollen, für ein börsenzugelassenes Unternehmen – und damit unselbständig - an der Börse zu handeln, bedürfen einer eigenen Zulassung zur Teilnahme am Börsenhandel. Sie wird ihnen erteilt, wenn sie zuverlässig und beruflich geeignet sind.²⁵ Ohne die Zulassung eines oder mehrerer Börsenhändler ist somit auch ein Institut als Skontrofürer nicht in der Lage, Skontren zu betreuen.²⁶

Börsenhändler können wegen ihrer Unselbständigkeit allerdings nicht als Skontrofürer zugelassen werden, weil ihnen die dafür notwendige Institutseigenschaft fehlt. Sie können lediglich als Händler von Skontrofürern zugelassen werden.

b) Zulassung von Instituten als Skontrofürer. Von den börsenzugelassenen Unternehmen können nur diejenigen mit Institutscharakter eine Zulassung als Skontrofürer nach § 26 BörsG erlangen. Dies ergibt sich bereits daraus, dass die Skontroführung eine Finanzdienstleistung in Form der Abschlussvermittlung darstellt und deswegen nur von Instituten erbracht werden darf.

Zu diesen gehören die Kreditinstitute – auch und insbesondere in der Form der Wertpapierhandelsbanken²⁷ - und die Finanzdienstleistungsinstitute, nicht aber die Finanzunternehmen im Sinne des § 1 Abs. 3 KWG, insbesondere nicht die Unternehmen, die ausschließlich den Eigenhandel an den Börsen betreiben.²⁸

Da Finanzdienstleistungsinstitute (anders als Kreditinstitute, für die das Vier-Augen-Prinzip gilt) auch als einzelkaufmännische

²⁵ Für ihre berufliche Eignung gelten andere Nachweisanforderungen, wie für diejenige der Inhaber und Geschäftsleiter nach § 16 Abs. 4 Nr. 1 BörsG.

²⁶ Die Kursmakler verfügten hierbei über ihre Stellvertreter (Substituten).

²⁷ § 1 Abs. 3 d Satz 3 KWG.

²⁸ § 1 Abs. 3 Nr. 5 KWG.

Unternehmen betrieben werden können,²⁹ können somit auch einzelkaufmännisch geführte Institute als Skontroführer zugelassen werden.³⁰

c) Zulassung von Skontroführer-Händlern. Die für ein Skontroführer-Institut bei der Skontroführung handelnden Personen (Skontroführer-Händler) bedürfen daneben einer eigenen Zulassung. Sie entspricht systematisch der Händlerzulassung im Sinne des § 16 Abs. 5 BörsG.

d) Zulassung durch die Börsengeschäftsführung. Die Bestellung der bisherigen Kursmakler erfolgte seitens der Börsenaufsichtsbehörde. Sie hatte eine Amteinsetzung zum Gegenstand und war daher auch mit einer Vereidigung verbunden. Der Kursmakler erhielt dadurch seinen amtlichen Status, der ihn zur amtlichen Kursfeststellung ermächtigte.

Demgegenüber erfolgte die Zulassung als Skontroführer im Geregelten Markt bereits nach bisherigem Recht durch die Börsengeschäftsführung. In Übereinstimmung damit werden künftig die Skontroführer für beide Marktsegmente durch die Geschäftsführung der Wertpapierbörsen zugelassen.³¹

e) Zulassungsvoraussetzungen.

aa) Antrag. Die Zulassung erfolgt auf Antrag eines Instituts. Der Antrag des Instituts ist an die Geschäftsführung der jeweiligen Wertpapierbörse zu richten.

Die weiteren Einzelheiten der Antragstellung, insbesondere auch hinsichtlich der dabei einzureichenden Antragsunterlagen und sonstigen Nachweise ergeben sich aus einer noch zu erlassenden Rechtsverordnung der Landesregierung (§ 28 BörsG).

²⁹ Voraussetzung ist dabei, dass sie nicht befugt sind, sich Eigentum oder Besitz an Geldern oder Wertpapieren ihrer Kunden zu verschaffen (§ 33 Abs. 1 Nr. 5 KWG), denn dann werden zwei Geschäftsleiter benötigt. Kreditinstitute dürfen dagegen nicht in der Rechtsform des Einzelkaufmanns betrieben werden (§ 35 Abs. 2 Nr. 2 KWG).

³⁰ Wegen der hohen Kapitalanforderungen, der Anforderungen an Organisation, Risikoversorge und –steuerung und den Erfordernissen der Skontroführung wird dies aber die Ausnahme sein, denn sicherlich werden finanziell gut ausgestattete Kapitalgesellschaften den Markt- und Aufsichtsanforderungen besser gerecht. Grundgesetzliche Erwägungen (Art 12 GG) standen aber einer im Gesetzgebungsverfahren diskutierten Beschränkung der Skontroführerschaft auf Kapitalgesellschaften im Ergebnis entgegen.

³¹ § 26 Abs. 1 Satz 4 BörsG.

bb) Zuverlässigkeit der Inhaber und Leiter. Voraussetzung für die Zulassung zum Skontrofürer ist, dass der Antragsteller (also das Institut) und seine Geschäftsleiter die für die Durchführung der Skontroführung erforderliche Zuverlässigkeit haben.³²

Die persönliche Zuverlässigkeit muss bei sämtlichen Geschäftsinhabern und Geschäftsleitern gegeben sein - wie dies auch schon bei der Zulassung zur Teilnahme am Börsenhandel der Fall ist.

Das Merkmal der persönlichen Zuverlässigkeit beinhaltet Verlässlichkeit und Vertrauenswürdigkeit in bezug auf ein recht- und ordnungsgemäßes Verhalten des Antragstellers.

Der Begriff der Zuverlässigkeit ist an sich unteilbar - Zuverlässigkeit ist entweder vorhanden oder sie fehlt vollständig. Gleichwohl können und müssen die Anforderungen an die Zuverlässigkeit je nach der auszuübenden Funktion unterschiedlich gestellt werden.

Der Begriff der Zuverlässigkeit ist auch im diesem Zusammenhang funktionsbezogen zu sehen. Die Zuverlässigkeit muss also gerade im Hinblick auf die Übernahme und Durchführung der Skontroführung gegeben sein. Dabei ist davon auszugehen, dass die Skontroführung gegenüber der einfachen Teilnahme am Börsenhandel eine durch besondere Verantwortungsübernahme für die Richtigkeit der Preisermittlung und -feststellung geprägte, herausgehobene Funktion darstellt. Insofern sind bei der Beurteilung der Zuverlässigkeit in bezug auf die Skontroführung durchaus weitergehende Anforderungen zu stellen, als dies bei der Zuverlässigkeit als Grundlage für die Zulassung zur Teilnahme am Börsenhandel der Fall ist.

Die Zuverlässigkeit kann praktisch nur an Hand bekannt gewordener konkreter Verhaltensweisen des Bewerbers in der Vergangenheit geprüft werden. Diese müssen als Tatsachen nachgewiesen sein, wenn daraus im Einzelfall auf die Unzuverlässigkeit des Bewerbers geschlossen werden soll.³³ Bloße Vermutungen und rein subjektive Einschätzungen Dritter können allenfalls als Ausgangspunkt für die Ermittlung von Tatsachen dienen, vermögen als solche aber keine negative Wertung zu tragen.

Die persönliche Zuverlässigkeit ist der Regelfall, für den eine tatsächliche Vermutung spricht.

³² § 26 Abs. 1 Satz 2 BörsG. Ist der Antragsteller eine juristische Person, so ist nur auf deren organschaftlichen Vertreter abzustellen.

³³Vgl. Schäfer/Ledermann, BörsG, § 7 Rn. 13 zum gleichgelagerten Merkmal der persönlichen Zuverlässigkeit bei der Börsenzulassung zur Teilnahme am Handel.

Beweisrechtlich gesehen bedarf nicht die Zuverlässigkeit, sondern die Annahme der Unzuverlässigkeit des Beweises durch Tatsachen.

cc) Zuverlässigkeit und berufliche Eignung der Händler. Die Zulassung der für einen Skontroführer bei der Skontroführung handelnden Personen setzt auch deren Zuverlässigkeit voraus. Auch dies deckt sich mit der Systematik bei der Zulassung zur Teilnahme am Börsenhandel. Doch sind auch hier die Anforderungen funktionsbezogen auf die Tätigkeit des Skontroführer-Händlers zu beurteilen.

Darüber hinaus müssen die Skontroführer-Händler die für die Skontroführung erforderliche berufliche Eignung haben.

Das Merkmal der beruflichen Eignung zur Skontroführung muss somit nur bei den unmittelbar mit der Skontroführung befassten Personen vorliegen. Anders als bei der Zulassung zur Teilnahme am Börsenhandel nach § 16 Abs. 2 Nr. 1 BörsG verzichtet § 26 BörsG darauf, von mindestens einem der Geschäftsleiter zusätzlich auch die notwendige berufliche Eignung zur Skontroführung zu fordern. Da insoweit aber bei mindestens einem Geschäftsleiter zumindest die notwendige berufliche Eignung für die (allgemeine) Teilnahme am Börsenhandel vorliegen muss, ist die Regelung ohne weiteres vertretbar.

Die berufliche Eignung des Skontroführer-Händlers setzt speziell in diesem Bereich erforderliche fachliche Kenntnisse und Erfahrungen voraus. Diese müssen so umfassend und detailliert sein, dass der Bewerber als Skontroführer-Händler jederzeit und in allen Situationen zuverlässig und sachkundig agieren kann bzw. eine Skontroführertätigkeit verantwortlich durchführen und kontrollieren kann.

Die berufliche Eignung muss – anders als die persönliche Zuverlässigkeit - positiv nachgewiesen werden. Zweifel gehen hierbei grundsätzlich zu Lasten des Antragstellers. Insoweit gilt § 16 Abs. 6 BörsG über den Nachweis der beruflichen Eignung für die Zulassung zur Teilnahme am Börsenhandel entsprechend.

Bei Personen, die für einen Skontroführer bei der Skontroführung handeln, setzt der Nachweis der beruflichen Eignung voraus, dass die erforderlichen fachlichen Kenntnisse und Erfahrungen nachgewiesen werden, die zur Skontroführung befähigen.³⁴

Dabei sind die fachlichen Kenntnisse insbesondere durch die Ablegung einer Händlerprüfung vor der Prüfungskommission einer Börse nachgewiesen. Andere Nachweismöglichkeiten werden dadurch nicht ausgeschlossen.

³⁴ § 26 Abs. 1 Satz 3, § 16 Abs. 6 Satz 2 BörsG.

Die Börsengeschäftsführung muss sich in geeigneter Weise die Überzeugung verschaffen, dass die berufliche Eignung vorliegt. Sie kann dazu die Vorlage von Erklärungen und Unterlagen verlangen oder Auskünfte Dritter einholen.

dd) Kein gesonderter Nachweis wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit. Auf die weitere Anforderung, dass der Skontroführer die erforderliche wirtschaftliche Leistungsfähigkeit hat, wurde im Hinblick auf die Eigenmittelanforderungen des KWG und die Solvenzkontrolle durch die Bundesanstalt zu Recht verzichtet.³⁵

Die für die Skontroführung erforderliche wirtschaftliche Leistungsfähigkeit bestand nach bisherigem Recht als Anforderung an das antragstellende Unternehmen neben den allgemeinen Solvenzanforderungen nach dem KWG. Dies entsprach der Systematik des bisherigen § 8 b (alt) BörsG. Die zusätzliche Solvenzanforderung wurde mit der herausgehobenen Stellung der Skontroführer begründet: Ihre Neutralitätspflicht gebiete eine weitgehende Beschränkung in der Verfolgung von Eigeninteressen. Um diese zu sichern, schien dem Gesetzgeber des 4. FMFG zunächst die Beibehaltung einer gesonderten Prüfung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit der Skontroführer durch die Börsenaufsichtsbehörden der Länder neben der Solvenzaufsicht durch die Bundesanstalt zur Vermeidung von Illiquidität bei Skontroführern auch weiterhin in besonderem Maße geboten.

Problematisch war dies vor allem deswegen, weil sowohl der faktische Gehalt des Merkmals der „wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit“ unklar ist, als auch die Möglichkeiten der Börsenaufsichtsbehörden zu einer Überprüfung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit neben den Solvenzanforderungen nicht oder nur sehr beschränkt gegeben sind. Darüber bestanden im Gesetzgebungsverfahren jedoch unterschiedliche Auffassungen.³⁶

4. Zulassung als Verwaltungsakt. Die Zulassung zur Skontroführung im amtlichen Handel und im Geregeltten Markt stellt einen begünstigenden, deren Versagung einen belastenden Verwaltungsakt dar. Die Börsengeschäftsführung handelt hierbei als Verwaltungsbehörde zur Regelung eines Einzelfalles auf dem Gebiet

³⁵ Der RegE zum 4.FMFG hatte dieses Kriterium noch vorgesehen

³⁶ Die Frage der Beibehaltung der zusätzlichen Prüfung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit durch die Länder wurde im Vorfeld des Gesetzgebungsverfahrens von den Maklerverbänden und auch vom Arbeitskreis der Länder für Börsen- und Wertpapierfragen nach zunächst kontroverser Diskussion im Ergebnis verneint. Nachdem sich auch der Referentenentwurf des BMF dem zunächst angeschlossen hatte, führte der Regierungsentwurf das zusätzliche Kriterium wieder ein. Auf Empfehlung des Finanzausschusses des Bundestages wurde es schließlich bei der alleinigen Solvenzkontrolle durch die Bundesanstalt belassen.

des öffentlichen Rechts.³⁷

Dies gilt nicht hinsichtlich der Einsetzung von Skontroführern im Freiverkehr. Insofern besteht das Selbstorganisationsprinzip des Freiverkehrs. Der von den Teilnehmern des Freiverkehrs an den einzelnen Börsen jeweils bestimmte Träger der Selbstorganisation ist für die Einsetzung der Skontroführer auch weiterhin zuständig.³⁸ Diese Einsetzung ist eine zivilrechtliche Beauftragung und hat rein privat-rechtlichen Charakter.

5. Rechtsanspruch auf Zulassung. Ein Rechtsanspruch auf Zulassung als Skontroführer im amtlichen Handel und im Geregelteten Markt ergibt sich aus dem Grundrecht der Berufsfreiheit gemäß Art 12 GG. § 26 Abs. 1 BörsG statuiert insofern subjektive Zulassungsvoraussetzungen, die allerdings im Hinblick auf die hohe Bedeutung einer funktionsfähigen Preisermittlung im Börsenhandel grundrechtlich unbedenklich sind.

Der Rechtsanspruch auf Zulassung als Skontroführer ist jedoch eingeschränkt durch die tatsächlichen Gegebenheiten in der Skontroführung an der jeweiligen Wertpapierbörse. Dazu gehört künftig in erster Linie die Ausübung des Wahlrechts der Börsen hinsichtlich der Handelsart. Sie erfolgt seitens des Börsenrates durch Regelung in der Börsenordnung.³⁹ Dabei kann sich eine Börse auch dafür entscheiden, lediglich für Teilbereiche eines Marktsegments einen Präsenzhandel neben oder anstelle eines elektronischen Handels zu betreiben. Sie muss diese Entscheidung unter Beachtung der Interessen des Publikums und des Handels treffen.⁴⁰ Ein Rechtsanspruch der Börsenteilnehmer auf Einrichtung eines Präsenzhandels mit Skontroführern besteht nicht. Ist an der Börse ein Präsenzhandel eingerichtet, so hängt der Zulassungsanspruch des Antragstellers für die Skontroführung von weiteren Faktoren ab, wie etwa von der Anzahl der Wertpapiere, für die eine Preisfeststellung im Präsenzhandel erfolgt, von der Anzahl der nicht anderweitig befristet an Skontroführer zur Betreuung vergebenen Wertpapiere, von den räumlichen Verhältnissen an der Börse, von der Notwendigkeit, eine Marktaufsplitterung in Grenzen zu halten. Diese Gesichtspunkte sind bei der Entscheidung zu berücksichtigen

³⁷ § 35 VwVfG.

³⁸ An der Frankfurter Wertpapierbörse ist dies die Deutsche Börse AG, die als Trägergesellschaft der öffentlich-rechtlichen Börse zugleich auch die Trägerschaft und Organisation des Freiverkehrs übernommen hat.

³⁹ § 13 Abs. 2 Nr. 3 BörsG.

⁴⁰ § 13 Abs. 2 Satz 1 BörsG.

und abzuwägen.

6. Verteilung der Skontren. Zuständig für die Verteilung der Skontren unter die zugelassenen Skontroföhler ist die Geschäftsföhierung der Wertpapierbörsen. Sie erfolgt durch Verwaltungsakt. Die Geschäftsföhierung handelt dabei im Benehmen mit einem Ausschuss, in welchem die Skontroföhler angemessen vertreten sein müssen.

Die Skontrovergabe erfolgt befristet auf höchstens fünf Jahre.⁴¹ Durch diese zeitliche Limitierung wird die Möglichkeit eines Wechsels der Zuständigkeit für die einzelnen Skontren und außerdem der Notwendigkeit Rechnung getragen, auch neu hinzukommende Skontro-föhler zu berücksichtigen.

Die Erweiterung des Kreises der Skontroföhler muss von den zugelassenen Skontroföhlergrundsätzlich ebenso hingenommen werden, wie die Umverteilung von Skontren nach Ablauf der Vergabezeit.

Die Verteilung der Skontren ist von der Zulassung als Skontroföhler zu unterscheiden, wenngleich sie damit insofern zusammenhängt, als eine Zulassung ohne die absehbare Möglichkeit einer Einsetzung in ein Skontro kaum sinnvoll erscheint. Sie wäre in Ermangelung eines Bedürfnisses für die Zulassung in der Regel zu verweigern.

Ob eine Einsetzung in ein Skontro erfolgen kann, ist andererseits jedoch von der Herstellung des Benehmens⁴² des Ausschusses der Skontroföhler abhängig, dem die Geschäftsföhierung bei der Zulassung als Skontroföhler nicht vorgreifen kann. Insofern dürfte es zweckmäßig sein, das Benehmen des Vergabeausschusses bereits in der Phase der Entscheidung über die Zulassung eines Skontroföhlers herbeizuföhren.

7. Pflichtenstellung des Skontroföhlers. Die Rechtspflichten des Skontroföhlers sind in § 26 BörsG im wesentlichen umrissen. Ihre nähere Ausgestaltung erfolgt im Wege einer noch zu erlassenden Rechtsverordnung der jeweiligen Landesregierung.⁴³

⁴¹ § 29 Satz 2 BörsG.

⁴² Der Begriff des „Benehmens“ beinhaltet einen lediglich formalen Unterschied zum „Einvernehmen“, nämlich insofern, als die Abstimmung der Standpunkte hierbei informell (nicht aktenkundig) erfolgen kann. Im Ergebnis darf der beabsichtigten Maßnahme nicht widersprochen worden sein, um „im Benehmen“ zu entscheiden.

⁴³ § 28 BörsG lässt die Übertragung der Verordnungskompetenz auf die Börsenaufsichtsbehörde zu.

a) Betriebspflicht. Der Skontroführer hat die Vermittlung und den Abschluss von Börsengeschäften in den ihm zur Skontroführung zugewiesenen Wertpapieren zu betreiben (Betriebspflicht).⁴⁴ Mit der Betriebspflicht korreliert ein Kontrahierungszwang auf Seiten der Skontroführer gegenüber den übrigen Marktteilnehmern. Er bezieht sich auf die Annahme von Aufträgen und von Angeboten zum Vertragabschluss, die dem Skontroführer in börsenrechtlich wirksamer Weise gemacht werden.

b) Hinwirkung auf geordneten Marktverlauf. Der Skontroführer hat beim Betreiben seiner Geschäfte auf einen geordneten Marktverlauf hinzuwirken. Diese neu in den Gesetzestext aufgenommene Formulierung schafft erstmals eine Verpflichtung des Skontroführers, durch seine Eigen- und Aufgabegeschäftstätigkeit den Marktteilnehmern – wenn auch in engen Grenzen – für Geschäftsabschlüsse zur Verfügung zu stehen. Eingefordert wird diese Verpflichtung des Skontroführers besonders dann, wenn es um eine Abfederung einseitiger Marktentwicklungen oder um eine Glättung von Marktschwankungen geht. Doch dürfen damit keine übertriebenen Anforderungen und Erwartungen verbunden werden. Der Gesetzestext spricht deswegen ganz bewusst von einem „Hinwirken“ auf einen geordneten Marktverlauf und hat den Vorschlag verworfen, dem Skontroführer dessen „Sicherstellung“ aufzuerlegen. Die Übernahme einer so weitgehenden liquiditätsspendenden Rolle, wie derjenigen eines Specialist an der New York Stock Exchange ist damit also nicht verbunden. Diese würde die zumutbare Risikobereitschaft und die Kapitalkraft der Skontroführer besonders in sehr bewegten Börsenhandelssituationen überfordern.⁴⁵ Ein weiteres Problem hätte wegen der Beschränkung der Eigengeschäftstätigkeit durch die Solvabilitäts- und Liquiditätsgrundsätze und wegen der stets zu beachtenden Großkreditbestimmungen bestanden, die den Handlungsspielraum des Skontroführers begrenzen.

Dennoch ist festzustellen, dass die Erfüllung der Verpflichtung des Skontroführers, auf einen geordneten Marktverlauf hinzuwirken, künftig einen wesentlichen Vorzug des Präsenzhandels gegenüber dem elektronischen Handel ausmachen wird, wo eine solche Verpflichtung nicht besteht. Von dem praktischen Erfüllungsgrad dieser Verpflichtung werden vor allem die Privatanleger profitieren.

⁴⁴ § 27 Abs. 1 Satz 1 BörsG.

⁴⁵ Eine etwas eingeschränkte Specialist-Funktion des künftigen Skontroführers wurde vom Bundesverband der Kursmakler im Vorfeld des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes zwar vorgeschlagen, aber letztlich aus den oben genannten Gründen verworfen.

c) Neutralitätspflicht. Von zentraler Bedeutung für die Funktion des Skontroführers als Ermittler des „richtigen“ Börsenpreises ist seine Verpflichtung zur Neutralität.⁴⁶ Daran hat sich nichts geändert. Sie bezieht sich auf den Vorgang der Preisermittlung. Bei dieser handelt der Skontroführer weisungsfrei.⁴⁷ Aus der Neutralitätspflicht folgt die Pflicht zur Gleichbehandlung der Marktteilnehmer bei der Auftragsannahme und Auftrags erledigung im Rahmen der Preisfeststellung.⁴⁸ Weiter folgt daraus die Pflicht, unbefugten Dritten keinen Zugang und Zugriff auf das Skontro zu ermöglichen.

Neutralitätspflicht und Betriebspflicht bzw. die Pflicht zur Hinwirkung auf einen geordneten Marktverlauf können kollidieren. Dabei ist in Betracht zu ziehen, dass der Skontroführer durch seine Kenntnis der Orderlage im Skontro Primärinsider ist und künftige Marktentwicklungen unter Umständen schneller und besser als andere Marktteilnehmer erkennen kann. Jede Eigengeschäftstätigkeit des Skontroführers erfolgt auf der Grundlage dieser Kenntnis von der Orderlage im Skontro. Dennoch liegt darin nicht ohne weiteres ein Handeln „unter Ausnutzung“ dieser Kenntnis im Sinne des Insiderhandelsverbots nach § 14 WpHG. Entscheidend ist vielmehr, dass sich der Skontroführer auch bei der Eingehung bzw. Auflösung einer Eigengeschäftsposition entsprechend seinen Berufspflichten verhält, die ihm durch Börsengesetz, Börsenordnungen, Börsengeschäftsbedingungen, norminterpretierende Verwaltungsanweisungen der einzelnen Börsen vorgegeben sind.

Derartige Kollisionsfälle zwischen seiner Neutralitätspflicht und seiner Eigengeschäftstätigkeit hat der Skontroführer grundsätzlich dahingehend zu lösen, dass seine Eigen- und Aufgabegeschäftstätigkeit nicht tendenzverstärkend wirkt,⁴⁹ er also einen Selbsteintritt oder ein Eigengeschäft nicht auf der ohnehin stärkeren Marktseite vornimmt.

Zulässig sind Eigen- und Aufgabegeschäfte auch dann, wenn marktnah limitierte Orders fehlen, bei unausgeglichener Marktlage und wenn unlimitierte Orders nur zu nicht marktgerechten Kursen zu vermitteln wären. In diesen Fällen dient die Eigengeschäftstätigkeit der Glättung von Preissprüngen und damit der Verpflichtung, auf einen geordneten Marktverlauf hinzuwirken.

⁴⁶ § 27 Abs. 1 Satz 3 BörsG.

⁴⁷ § 27 Abs. 1 Satz 4 BörsG.

⁴⁸ § 27 Abs. 2 Satz 1 BörsG.

⁴⁹ § 27 Abs. 1 Satz 2 BörsG.

d) Sicherstellung der Pflichterfüllung. Der Skontroführer muss die Einhaltung der ihm obliegenden Pflichten sicherstellen,⁵⁰ um seine Aufgaben jederzeit erfüllen zu können. Dies bedeutet, dass das Unternehmen

- die für eine ordnungsgemäße Skontroführung notwendigen Mittel und Verfahren vorzuhalten und wirksam einzusetzen hat;
- so zu organisieren ist, dass bei der Skontroführung Interessenkonflikte möglichst gering gehalten werden;
- über angemessene interne Kontrollverfahren speziell auch hinsichtlich der Skontroführung verfügt, die geeignet sind, Verstößen gegen die Verpflichtungen aus der Skontroführung entgegenzuwirken.⁵¹

e) Wirksame Überwachung. Die Wahrnehmung der Pflichten aus der Skontroführung muss in einer Weise erfolgen, dass eine wirksame Überwachung der Einhaltung der Pflichten gewährleistet ist. Diese Verpflichtung wurde den Skontroführern wegen ihrer besonderen Funktion bei der Ermittlung eines qualitativ hochstehenden Börsenpreises und zum Schutz des Anlegervertrauens auf die Richtigkeit und Güte dieser Preisermittlung auferlegt.⁵²

f) Fernskontren. Die Führung sog. Fernskontren, wie sie üblich geworden ist, wird damit nicht ausgeschlossen. Bei der Führung von Fernskontren befindet sich der Skontroführer nicht vor Ort im Markt und bei den jeweiligen Marktteilnehmern, sondern in seinen Firmenräumen oder an einer anderen Wertpapierbörse. Er leitet seine Quotierungen auf elektronischem Wege an die Börse, macht sie den Marktteilnehmern dort zugänglich und die Annahme seiner Angebote möglich. Insofern liegt eine Kombination von Präsenzhandel und elektronischem Handel vor. Zwar sind die Möglichkeiten des Skontroführers zur Beobachtung des Marktes und

⁵⁰ § 27 Abs. 1 Satz 3 BörsG.

⁵¹ Vgl. § 33 Abs. 1 WpHG. Für skontroführende Institute, die ausschließlich als Skontroführer tätig sind und somit nur Geschäfte abschließen, die zu Börsenpreisen führen, gilt § 33 WpHG infolge des § 37 Abs. 2 WpHG zwar ausdrücklich nicht; eine Quasi-Analogie ist aber dennoch geboten, nachdem § 27 Abs. 1 Satz 2 BörsG nunmehr die Sicherstellung der Pflichteneinhaltung von dem Skontroführer verlangt und § 33 WpHG insoweit allgemein gültige Organisationsvorschriften enthält.

⁵² Der RegEntw. zum 4. FMFG, S. 221, sah ursprünglich sogar die Gewährleistung einer „ständigen“ Überwachung der Einhaltung der Pflichten der Skontroführer vor.

zur Reaktion auf diesen entsprechend eingeschränkt, - was die Fernskontroführung gegenüber dem Präsenzbörsenskontro suboptimal erscheinen lässt. Doch berührt dies nicht dessen Zulässigkeit. Die Neuregelung stellt auf die Möglichkeiten zur Überwachung des Skontroführers und seiner Pflichtenerfüllung ab. Diese ist durch die Führung eines Fernskontos nicht grundsätzlich erschwert oder beeinträchtigt.

g) Sonstige gewerbliche Beschränkungen. Beschränkungen hinsichtlich seiner sonstigen gewerblichen Tätigkeiten, wie sie für den Kursmakler bisher grundsätzlich gegolten haben,⁵³ unterliegt der Skontroführer nach der Neuregelung nicht mehr.

Auch wurde davon abgesehen, die Skontroführerunternehmen mit denjenigen Beschränkungen zu versehen, wie sie für die Kursmaklergesellschaft nach § 34 a Abs. 1 Nr. 1 bis 9 (a.F.) BörsG in Bezug auf gesellschaftsrechtliche Beteiligungen, Stimmrechte, Geschäftsführung, Vertretung u.a. gegolten haben.

Das Verbot, über den Präsenzhandel an einer Börse mit Wertpapieren zu handeln, die einem der an der Gesellschaft beteiligten Kursmakler zur Preisfeststellung zugewiesen sind (§ 34 a Abs. 5 a.F. BörsG), wurde für die Skontroführer neuen Rechts ebenfalls nicht übernommen.

Jeder Skontroführer darf nach der neuen Regelung des § 27 Abs. 2 Satz 2 BörsG auch in anderen als ihm zur Skontroführung übertragenen Wertpapieren handeln, es sei denn, die Skontroführung wird dadurch beeinträchtigt.

Diese Deregulierung erscheint angemessen. Durch die Verschärfung der Bestimmungen über die Sicherstellung der Einhaltung der Pflichten des Skontroführers und durch die Gewährleistung einer wirksamen Überwachung der Pflichteneinhaltung ist nämlich gesetzliche Vorsorge dafür getroffen, dass Interessenkonflikte gering gehalten werden und dass alle sonstigen gewerblichen Aktivitäten des skontroführenden Instituts die die Neutralität des für dieses handelnden Skontroführers berühren könnten, nur unter sehr strengen organisatorischen Voraussetzungen zulässig sind.

8. Preisfeststellung durch Skontroführer. Das Recht der Preisermittlung im Präsenzhandel an den Wertpapierbörsen wurde durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz neu geregelt. Dabei fand eine Anlehnung an die bisherigen Bestimmungen des Kursmaklerrechts nur noch sehr beschränkt statt; vielmehr wurde eine deutliche Deregulierung und Liberalisierung des

⁵³ § 32 Abs. 5 a.F. BörsG.

Kursmaklerrechts und damit faktisch eine gesetzliche Übernahme und Fortschreibung der liberaleren Rechtsfigur des bisherigen Skontroführers im Geregelteten Markt und im Freiverkehr vorgenommen. Der amtliche Kurs und die amtliche Kursfeststellung im Präsenzhandel sind zum 01.07.2002 abgeschafft worden. Der Kursmakler verlor seine amtliche Stellung. In allen Börsenhandelssegmenten findet nunmehr eine nicht-amtliche Ermittlung (Feststellung) der Börsenpreise statt. Für diese sind in allen Bereichen des Präsenzhandels Skontroführer in nicht-amtlicher Funktion zuständig.

a) Börsenpreise. Das Börsengesetz unterscheidet seit dem Inkrafttreten des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes nicht mehr zwischen Börsenpreisen und amtlichen Börsenpreisen. War schon bisher kein Qualitätsunterschied mehr zwischen den durch Kursmakler im amtlichen Handel festgestellten Preisen und den von Skontroführern im Geregelteten Markt und im Freiverkehr festgestellten Preisen und vollzog sich diese bisher schon nach denselben Regeln, so ist diese Unterscheidung nunmehr auch formal beseitigt.

Die formale Qualität von Börsenpreisen haben diejenigen Preise für Wertpapiere,

- die während der Börsenzeit an einer Wertpapierbörse im amtlichen Markt, im Geregelteten Markt, im Derivatehandel an einer Börse ermittelt werden (§ 24 Abs. 1 BörsG) oder die im Freiverkehr an einer Börse ermittelt werden (§ 57 Abs.2 BörsG).

Hinsichtlich der materiellen Qualität von Börsenpreisen bestehen allerdings durchaus Unterschiede je nachdem, welche Preisermittlungs-verfahren angewendet werden. Hier weist die Preisermittlung im Präsenzhandel durch Skontroführer insbesondere für den Handel von Privatanlegern Vorteile auf. Sie ergeben sich aus der oben umrissenen Pflichtenstellung des Skontroführers, die zugleich eine Schutzfunktion für den Anleger und die Ausführungsqualität seiner Order enthält. Insbesondere die Neutralitätspflicht des Skontroführers, seine Betriebspflicht, seine Verpflichtung zur Gleichbehandlung der Orders im Skontro, die Beschränkungen seines Selbsteintrittsrechts, der offene Ausruf von Geboten im Handel mit der Möglichkeit der Reaktion für andere Handelsteilnehmer gewährleisten eine faire Orderausführung.

b) Preisermittlungsgrundsätze. Obwohl Börsenpreise im Präsenzhandel und im elektronischen Handel auf unterschiedliche

Art und Weise zustande kommen, erheben sie doch stets einen bestimmten, jeweils gleichen Qualitätsanspruch. Sie dienen als Wertmaßstab bzw. Bemessungsgrundlage bei wirtschaftlichen, bilanziellen und steuerrechtlichen Preisansätzen.⁵⁴

Um dem Qualitätsanspruch als Börsenpreis zu genügen, müssen Preise ordnungsgemäß zustande kommen.⁵⁵ Dazu müssen die Preisermittlungsverfahren ausreichend transparent sein und die Chancengleichheit der Handelsteilnehmer gewahrt sein. Insbesondere müssen alle zum Zeitpunkt der Preisfeststellung vorliegenden Orders gleich behandelt sein.

Die Preisermittlungsverfahren sind standardisiert und in § 24 Abs. 2 BörsG in den Grundzügen vorgegeben.

Das Börsengesetz sieht dabei folgende Verfahrensregeln für ein ordnungsgemäßes Zustandekommen der Börsenpreise als wesentlich an:

- Die Angebote müssen den Handelsteilnehmern zugänglich sein.
- Die Annahme der Angebote muss den Handelsteilnehmern möglich sein.
- Vor der Preisfeststellung muss eine aus Angebot und Nachfrage ermittelte Preisspanne den Handelsteilnehmern zur Kenntnis gegeben werden (Pre-trade-Transparenz).
- Eine Veröffentlichung der Börsenpreise und der ihnen zugrunde liegenden Umsätze muss stattfinden (Post-trade-Transparenz).⁵⁶

Ausnahmen gelten für die Feststellung der Eröffnungs-, Einheits- und Schlusskurse, denn diese werden im Auktionsverfahren nach den dafür geltenden besonderen Preisermittlungskriterien (Meistausführungsprinzip) festgestellt.

Das Nähere regelt die Börsenordnung. Sie kann auch festlegen, dass vor der Feststellung des Börsenpreises den Handelsteilnehmern zusätzlich der Preis des am höchsten limitierten Kaufauftrages und des am niedrigsten limitierten Verkaufsauftrages zur Kenntnis gegeben werden muss. Dadurch wird der

⁵⁴Vgl. §§ 385, 453, 1221, 1235, 1295 BGB, § 821 ZPO, §§ 253 Abs.3, 373, 376, § 400 HGB.

⁵⁵ § 24 Abs. 2 Satz 1 BörsG.

⁵⁶ § 24 Abs.2 Satz 2 - 4 BörsG

Informationsstand der Marktteilnehmer über die Orderlage im Skontro erhöht.

Weitere und genaue Einzelheiten zur Preisfeststellung enthalten die „Norminterpretierenden Verwaltungsanweisungen“.

Die Preisermittlung erfolgt zudem unter staatlicher Kontrolle – ausgeübt in erster Linie durch die Handelsüberwachungsstelle der Börse. Insofern übernimmt die Börsenaufsicht die Gewähr dafür, dass die Preisermittlung unter Einhaltung der dafür geltenden börsen-gesetzlichen Regeln und Geschäftsbedingungen, sowie den dazu vorhandenen „Norminterpretierenden Verwaltungsanweisungen“⁵⁷ erfolgt.

c) Rechtscharakter der Börsenpreise. Der Börsenpreis ist eine „zahlenmäßige Beurteilung der gesamten Börsenlage“, ausgerichtet an den abgeschlossenen Geschäften.⁵⁸ Seine Feststellung ist wesentlicher Teil des Leistungsangebots der öffentlich-rechtlichen Börse. Sie wurde bisher jedenfalls im amtlichen Handel als ein öffentlich-rechtlicher Vorgang eingestuft. Hinsichtlich der bisherigen Kursfeststellung durch Kursmakler im amtlichen Handel war dies praktisch unstrittig; umstritten war lediglich, ob die Kursfeststellung nicht darüber hinaus auch die Qualität eines Verwaltungsaktes hatte.⁵⁹ Mit der Aufgabe der amtlichen Kursfeststellung durch Kursmakler und dem Übergang zur Feststellung des Börsenpreises im amtlichen Markt durch Skontroföhrer ist auch in diesem Segment die öffentlich-rechtliche Qualität des Börsenpreises entfallen. Die Preisfeststellung im amtlichen Markt stellt sich als ein rein privatrechtlicher Vorgang dar.⁶⁰

d) Preisermittlungsarten.

aa) Einheitliche Börsenpreise. Die Preisermittlungsarten sind sowohl im amtlichen Markt als auch im Geregelten Markt und im

⁵⁷ Vgl. etwa die „Norminterpretierende Verwaltungsvorschrift betreffend die Regeln für die Börsenpreisfeststellung an der Frankfurter Wertpapierbörse“.

⁵⁸ Schwark, § 29 Rdn. 1.

⁵⁹ Zu Recht verneinend die h.M.; vgl. Schwark, BörsG, § 29 Rdn. 31; Schäfer/Ledermann, BörsG, § 29 Rdn. 13; a.A. Kümpel, WM 1988, 1625 ff).

⁶⁰ Schlüter, Börsenhandelsrecht, G. Rdn. 610. Insoweit besteht kein Unterschied zum Geregelten Markt, in dem schon nach bisherigem Recht nach ganz überwiegenden Meinung keine öffentlich-rechtliche Preisfeststellung stattgefunden hat (Schwark, BörsG, § 72 Rdn. 5; Schäfer/Ledermann, BörsG, § 75 Rdn. 3; Baumbach-Hopt, HGB, § 75 BörsG, Rdn. 1).

Freiverkehr identisch.⁶¹ Es besteht seit der Abschaffung des amtlichen Kurses nur noch ein einheitlicher Begriff des Börsenpreises und eine einheitlich geregelte börsengesetzliche Grundlage für die Ermittlung des Börsenpreises.

bb) Wahlrecht der Börsen. Dabei stehen zur freien Wahl der Börse grundsätzlich gleichrangig nebeneinander die Preisermittlung durch Skontroführer im Präsenzhandel und die Preisermittlung im elektronischen Handel.

Im ersten Fall werden die Börsenpreise durch ein Kreditinstitut oder ein Finanzdienstleistungsinstitut ermittelt, das als Skontroführer zugelassen ist. Es gelten dann ergänzend die Vorschriften der §§ 24 ff BörsG über die Preisermittlung durch Skontroführer.

Das Wahlrecht der Börsen zwischen den beiden unterschiedlichen Preisermittlungsarten kann auch dahin ausgeübt werden, dass innerhalb eines Börsensegments in einem Teilbereich Preisermittlung durch Skontroführer, in einem anderen Preisermittlung durch die Elektronik stattfindet. Auch ist es zulässig, beide Preisermittlungsarten parallel nebeneinander für dieselben Wertpapiere einzusetzen, wie dies schon bisher jahrelang mit der konkurrierenden Preisfeststellung durch Kursmakler und andere Skontroführer und durch XETRA erfolgt ist.

Bei der Entscheidung über die Handelsart sind die Erfordernisse des Marktes für den Handel in den jeweiligen Wertpapieren zu berücksichtigen. Bei besonders liquiden Werten kann ein Übergang auf einen rein elektronischen Handel eher vertretbar sein, wie bei weniger liquiden Papieren, die für einen ordnungsgemäßen Handel und zum Schutz des Publikums der Aufrechterhaltung der Preisermittlung durch Skontroführer bedürfen.

Die Wahl der Handelsart beinhaltet für das Anlegerpublikum eine einschneidende Änderung der Preisermittlungsart, die von beträchtlichem Einfluss auf die Orderausführung sein kann. Für die Skontroführer im Präsenzhandel hat sie weitgehende berufliche, wirtschaftlich-finanzielle und persönliche Konsequenzen, weil ihre bisherige berufliche Tätigkeitsgrundlage entfällt. Deswegen müssen die an der jeweiligen Börse zulässigen Handelsarten durch Regelung in der Börsenordnung bestimmt werden.⁶² Diese wird vom Börsenrat erlassen und unterliegt dem Genehmigungserfordernis

⁶¹ Dies war auch schon vor dem Inkrafttreten des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes der Fall. Denn die amtlichen Preisfeststellungsregeln der §§ 26 bis 38 Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse waren sowohl für die Preisfeststellung im Regierten Markt als auch für die Preisfeststellung im Freiverkehr heranzuziehen; vgl. § 63 Abs.1 bzw. § 66 Abs.3 Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse.

⁶² § 13 Abs. 2 Nr. 3 BörsG.

durch die Börsenaufsichtsbehörde. Insofern ist also gesetzliche Vorsorge dafür getroffen, dass diese wichtige und weitreichende Entscheidung einerseits auf breiter demokratischer Grundlage der in den Börsenrat gewählten Handelsteilnehmer, andererseits nicht ohne zustimmende Mitwirkung der Börsenaufsicht des Landes getroffen wird.

Allerdings ist die Entscheidung über die Art der Preisermittlung nicht dem Börsenrat vorbehalten⁶³. Sie kann daher bei entsprechender Regelung in der Börsenordnung von der jeweilige Börsengeschäftsführung getroffen werden⁶⁴.

Das Wahlrecht der Börsen bzw. der Börsengeschäftsführungen ist ein weiterer Ausdruck der Flexibilisierung des Börsenrechts durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz. Seine Einführung wurde dadurch vertretbar, dass der elektronische Handel anfängliche Schwierigkeiten weitgehend überwunden hat, über genügend Liquidität bzw. liquiditätsfördernde Einrichtungen (wie Designated Sponsors, Market Experts, Market-Maker), über ein Verfahren zur Volatilitätsunterbrechung bei starken Preisschwankungen verfügt und nach Auffassung des Gesetzgebers damit inzwischen eine verlässliche Grundlage für die Ausführung von Orders nicht nur des Profihandels, sondern auch des Anlegerpublikums zu fairen Preisen bietet.

Hierbei sind allerdings Einschränkungen zu machen. Denn trotz aller anzuerkennenden Verbesserungen der Preisfindungsqualität in XETRA erweist sich immer wieder, dass der elektronische Handel wegen seiner teilweise negativ abweichenden Preisermittlungsmodalitäten nicht stets die gleiche Preisqualität und damit dasselbe Maß an Anlegerschutz bietet, wie die Preisermittlung durch Skontroführer im Präsenzhandel. Ursache dafür ist die Ausführung von Limitorders nach der zeitlichen Reihenfolge ihrer Eingabe ins Handelssystem, die zur Folge hat, dass sich diese Orders über längere Zeit in Wartestellung befinden können, bevor sie – zu dann ggf. schlechteren Kursen - ausgeführt werden können. Derartige Orders werden im Präsenzhandel durch den Skontroführer öffentlich ausgeteilt oder in der Auktion berücksichtigt und damit zeitnah zu Marktpreisen ausgeführt.

cc) Verzicht auf Vorrang der Ausführung im Präsenzhandel.

Nach bisherigem Recht waren Wertpapierorders im Präsenzhandel einer Wertpapierbörse auszuführen, wenn der Auftraggeber keine

⁶³ § 13 Abs. 2 Nr. 3 BörsG besagt lediglich, dass die Börsenordnung Regelungen über die Handelsarten enthalten müsse, während § 24 BörsG von der Entscheidung und den Entscheidungskriterien für die Ermittlung des Börsenpreises spricht, ohne die Entscheidungszuständigkeit festzulegen.

⁶⁴ § 10 Abs. 1 Nr. 7 BörsO der FWB.

abweichende Weisung erteilt hatte (Vorrang des Präsenzhandels). Der Vorrang des Präsenzhandels wurde 1994 mit dem 2. FMFG eingeführt, um den Privatanleger angesichts der aufgekommenen elektronischen Handelssysteme - 1991 begann der elektronische Handel über IBIS II - durch die Gewähr einer fairen Preisfeststellung in besonderer Weise zu schützen.⁶⁵ Er besteht darin, dass eine Kundenorder über den Präsenzhandel an einer Wertpapierbörse auszuführen ist – und nicht über den Computerhandel –, sofern der Anleger keine andere Weisung erteilt. IBIS II wurde 1997 durch XETRA abgelöst, das sich in den liquiden Werten inzwischen hohe Umsatzanteile am gesamten Börsenhandel erworben hat.

(1) Anlegerschutz im Präsenzhandel. Die Berechtigung dieser Regelung ergab sich daraus, dass die Preisbildung im Präsenzmarkt infolge der strikten anlegerschützenden Bestimmungen für den Skontrofführer neutral und fair erfolgt. Der elektronische Handel kann dies nur sehr unvollkommen abbilden. Seine Funktionsweise ist weniger auf den Anleger als auf den Profi-Handel abgestellt.

Im Präsenzhandel einer Wertpapierbörse gelangt die Anlegerorder entweder in die Eröffnungsauktion bzw. in die Schlussauktion oder in den fortlaufenden Handel. Auch der fortlaufende Handel ist nichts anderes als eine Abfolge von einzelnen Auktionen. Dabei wird vom Skontrofführer stets ein öffentliches Ausgebot der Orderlage gemacht, auf das jeder Marktteilnehmer reagieren kann. Das Erfordernis des § 24 Abs. 2 BörsG, wonach Angebote den Handelsteilnehmern zugänglich, ihre Annahme ihnen möglich sein muss, ist optimal erfüllt.

In den Auktionen wird als „gerechneter Preis“ nach dem Meistausführungsprinzip derjenige Börsenpreis ermittelt, zu dem der größte Umsatz bei größtmöglichem Ausgleich der dem Skontrofführer vorliegenden Aufträge stattfindet.⁶⁶

Die Anleger werden zusätzlich dadurch geschützt, dass der Skontrofführer auf die Wahrung der Preiskontinuität verpflichtet ist: Er „hat sich um eine Preisfeststellung zu bemühen, welche unter Berücksichtigung der zwischenzeitlich eingetretenen Tendenz die geringste Abweichung zum letzten notierten Preis aufweist“.⁶⁷

Entscheidend ist, dass grundsätzlich alle in das größte Volumen der Meistausführung fallenden Orders sodann zu dem sich jeweils rechnerisch ergebenden Börsenpreis vollständig oder teilweise ausgeführt werden. Es gilt der Grundsatz der Gleichbehandlung der

⁶⁵ BT-Drucks. 12/6679, S. 69.

⁶⁶ § 32 Abs. 2 Satz 2 BörsO für die Frankfurter Wertpapierbörse.

⁶⁷ § 32 Abs. 2 Satz 3 BörsO für die FWB.

Orders, und zwar unabhängig davon, wie ihre Limitierung gelautet hat und zu welchem Zeitpunkt sie erteilt wurden.

Des Weiteren besteht im Präsenzhandel stets ein Ausführungsanspruch des Anlegers. Er folgt aus der Betriebspflicht des Skontroführers, die darauf gerichtet ist, sich um die Ausführung der Aufträge zu bemühen, sowie aus dem Kontrahierungszwang der Börsenteilnehmer. Gegebenenfalls erfolgen Teilausführungen der Anlegerorders.

Die Betriebspflicht des Skontroführers geht zudem dahin, sich unter Berücksichtigung der zwischenzeitlich aufgetretenen Tendenzen um eine Preisfeststellung zu bemühen, welche „die geringste Abweichung zum letzten notierten Preis aufweist“.⁶⁸ Dadurch wirkt der Skontroführer auf eine Glättung der Preisbewegungen hin. Dafür steht ihm die Möglichkeit und Verpflichtung zum (nicht tendenzverstärkenden) Selbsteintritt in einen Marktüberhang durch den Abschluss eines Eigen- oder Aufgabegeschäfts zur Verfügung.

(2) Verminderter Anlegerschutz in XETRA. Ganz anders ist das Ausführungsprinzip im XETRA-Handel. Daraus ergibt sich ein verminderter Schutz des Anlegers:

Denn dort werden die laufend eintreffenden Orders mit einem Zeitstempel versehen und nach ihrer Preis-/Zeit-Priorität in ein offenes Orderbuch eingestellt. Eine gegenläufige Order führt nicht zur Berechnung eines Preises nach dem Meistausführungsprinzip; sie räumt vielmehr alle vorhandenen Limitorders der Reihe nach und solange ab, bis sie erfüllt ist. Dabei erhält jede der abgeräumten Orders lediglich den Ausführungspreis der Limitorder und nicht einen

⁶⁸ § 32 Abs. 2 Satz 3 BörsO für die FWB.

besseren gerechneten Einheitspreis. Eine Gleichbehandlung der Orders findet nicht statt.⁶⁹

Zudem werden unlimitierte Aufträge vorrangig ausgeführt.⁷⁰

In XETRA besteht auch kein Ausführungsanspruch des Anlegers. Dies folgt aus dem dort geltenden Ausführungsprinzip nach der Preis-/Zeit-Priorität. Die preislich besten Orders der jeweiligen Gegenseite werden in der zeitlichen Reihenfolge ihrer Eingabe

⁶⁹Dazu folgendes Beispiel:

Es liegen folgende Verkauforders für die A-Aktie vor:

- 1.) 500 Stück Limit 58.50
- 2.) 500 Stück Limit 58.70
- 3.) 500 Stück Limit 58.90
- 4.) 1000 Stück Limit 59.00
- 5.) 500 Stück Limit 59.20
- 6.) 1000 Stück Limit 59.30
- 7.) 500 Stück Limit 59.50

Auf diese Verkauforderlage trifft eine Kauforder von 3000 Stück billigst.

Ihr Auftreten führt zu einer neuen, veränderten Marktlage.

Im Präsenzhandel wird dies insofern berücksichtigt, als nach dem Meistausführungsprinzip zu einem Preis von 59.20 die ganze Kauforder und die meisten Verkauforders ausführbar sind. Der Kurs/Preis wird daher mit 59.20 festgestellt. Die ersten 5 Verkaufspositionen (insgesamt 3000 Stück) werden zur Abdeckung der gesamten Kauforder herangezogen und sämtliche ausgeführten Orders der Käufer- und Verkäuferseite werden zu einem einheitlichen Preis von 59.20 abgerechnet. Dieser Preis wird – unabhängig vom Zeitpunkt die Orderaufgabe! - also auch demjenigen Verkäufer abgerechnet, der eine Limitorder für 500 Stück zu 58.50 bzw. 58.70 usw. aufgegeben hat, der also bereits zu einem niedrigeren Preis verkaufsbereit war.

Anders im XETRA-Handel: Hier entfaltet die neu auftretende Kauforder ihre marktprägende Wirkung nicht durch eine angemessene, gleichmäßige Heranziehung der vorliegenden Verkauforders, sondern löst eine programmierte Abräumfunktion nach der Zeit-/Preis-Priorität aus: Die Verkaufslimite würden so ausgeführt, wie sie eingestellt sind. Jeder der 5 erstrangigen Verkäufer würde lediglich den von ihm eingegebenen Limitpreis abgerechnet erhalten, obwohl die Marktlage – welche durch die hohe Kauforder neu geprägt wurde! – eine für die Verkäufer bessere Ausführung rechtfertigte: An den Verkäufer mit dem niedrigsten Limit wären also für die 500 Stück A-Aktien lediglich 58.50 zu zahlen – statt wie in der Auktion im Präsenzhandel 59.20.

Die Abräumfunktion verläuft automatisch und so schnell, dass die Marktteilnehmer mit den niedrigen Limiten keine Reaktionszeit zur Verfügung haben, sich nicht auf die veränderte Nachfragesituation einstellen können. Es werden Preise ermittelt, die nicht der wahren Marktlage entsprechen.

Noch extremer ist der Unterschied zwischen beiden Handelsarten dann, wenn es sich um unlimitierte (Anleger-)Orders handelt: Unlimitierte Orders stehen dem jeweiligen Kontrahenten ohne weiteres für eine Ausführung zur Verfügung, da der Auftraggeber in diesem Fall die Ausführung der Order nicht davon abhängig gemacht hat, dass beim Verkauf ein bestimmter Mindestpreis erzielt wird (bzw. beim Kauf ein bestimmter Höchstpreis nicht überschritten wird). Angenommen, in dem obigen Beispielfall lägen zusätzlich noch mehrere unlimitierte Anlegerorders im Verkauf vor:

Im Präsenzhandel würden diese unlimitierten Orders zusammen mit den für die Ausführung der Kauforder weiter heranzuziehenden Limitorders der Verkaufsseite für die Preisberechnung nach dem Meistausführungsprinzip einbezogen. Auch die unlimitierten Verkaufsaufträge würden dann zu dem gerechneten Kurs ausgeführt, der sich unter Einbeziehung der nachfolgenden Limitorders ergeben würde. Läge also in dem Beispielfall auf der Verkaufsseite eine Order über 1500 unlimitiert vor, so würde diese und die nachfolgenden 3 Limitpositionen einheitlich zum Preis von 58.90 ausgeführt.

⁷⁰ § 42 a Abs. 1 Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse. Aufgrund der Abräumfunktion würden in dem Beispielfall zunächst die unlimitierten Verkauforders zum geringsten Preis, somit zu 58.50 oder darunter ausgeführt. Anschließend würden die 3 nachfolgenden billigsten limitierten Orders (von 58.50 bis 58.90) abgeräumt, so dass die Kauforder erfüllt wäre.

abgearbeitet.⁷¹

Es finden zwar in XETRA auch Auktionen statt, diese laufen aber ebenfalls nach der Preis-/Zeit-Priorität ab.

Der Unterschied zwischen beiden Handelssystemen tritt damit offen zu Tage: Durch eine größere Order auf der Kauf- oder auf der Verkaufsseite kann die jeweils andere Marktseite in XETRA zu den (aus der Sicht des Großordergebers) günstigsten Bedingungen abgeräumt werden, obwohl dies angesichts der größeren Nachfrageorder gerade nicht mehr der Marktlage entspricht.

Im Präsenzhandel besteht diese Gefahr nicht. Vielmehr wird jeweils im Auktionsverfahren nach dem Meistausführungsprinzip ein fairer Preis ermittelt, zu dem alle der Großorder gegenüberstehenden Aufträge – ggfs. durch Teilausführungen – ausgeglichen und abgerechnet werden.

Da die Privatanleger in der Regel keine Großorders aufgeben, die in der Lage wären, in einem relativ liquiden Markt eine Abräumfunktion auf der anderen Marktseite auszulösen, sie vielmehr umgekehrt in aller Regel diejenigen sind, deren kleinere Orders von der Großorder eines institutionellen Anlegers abgeräumt werden, liegt auf der Hand, dass der private Anleger im XETRA-Handel gegenüber dem Präsenzhandel benachteiligt wird. Gilt dies schon für limitierte Aufträge, so erst recht für unlimitierte.

Dem Privatanleger ist eine faire Preisgestaltung in der Regel wichtiger als eine vielleicht schnellere, aber ungewisse und unter Umständen nicht marktgerechte Ausführung.

Dennoch hat die gesetzliche Neuregelung am Präsenzhandelsvorrang nicht mehr festgehalten. Zugleich mit der Einräumung eines Wahlrechts zugunsten der Börsen für die Beibehaltung des Präsenzhandels oder für einen exklusiven elektronischen Handel hat der Gesetzgeber den bisherigen Vorrang der Ausführung von Orders des Anlegerpublikums über den Präsenzhandel einer Wertpapierbörse beseitigt. Damit wurde ein Stück Anlegerschutz preisgegeben.

Vom Anleger wird künftig zur Wahrung seiner Interessen noch mehr Sachkunde gefordert, um zu wissen und zu entscheiden, an welcher Börse in welchem Segment welche Handelsart stattfindet und welche

⁷¹ Stehen beispielsweise auf der Verkäuferseite 3 Orders zu je 300 Stück zum Limitpreis von 58,50 und trifft eine Kauforder über 300 Stück billigst ein, so wird in XETRA von den drei Verkaufsorders nur die zeitlich erstrangige ausgeführt, die anderen bleiben in voller Höhe bestehen. Im Präsenzhandel erfolgen hingegen gleichmäßige Teilausführungen zu je 100 Stück.

Ausführungsbedingungen mit deren Wahl verbunden sind.⁷²

dd) Ausführungsbestimmungsrecht des Anlegers. Der Anleger bestimmt den Platz und die Handelsart für die Ausführung seiner Wertpapierorder.⁷³ Je nachdem, für welche Handelsart(en) sich die jeweilige Börse entschieden hat, entscheidet die Wahl des Ausführungsplatzes auch gleichzeitig über die Handelsart, in der der Auftrag ausgeführt wird. Die Bestimmung durch den Anleger muss ausdrücklich und für den jeweiligen Einzelfall und sie darf nicht für eine beliebige Vielzahl von künftigen Fällen erfolgen. Diese Bestimmung dient dem Verbraucherschutz; wenn der Anleger nicht Verbraucher ist, kann die Weisung auch für eine unbestimmte Zahl von Fällen erteilt werden⁷⁴.

e) Preisermittlungsverfahren.

Das Börsengesetz legt die Art und Weise der Ermittlung von Börsenpreisen nicht im einzelnen fest, sondern enthält dazu nur die allgemeinen Grundsätze des § 24 Abs. 2. Die Börsenordnungen enthalten weitere Vorschriften zur Verfahrensweise bei der Preisfeststellung. Danach vollzieht sich die Preisermittlung im Präsenzhandel bei den gerechneten Börsenpreisen (Eröffnung-, Einheits- und Schlusspreise)⁷⁵ und im fortlaufenden (variablen) Handel⁷⁶ in unterschiedlicher Weise. Die nähere Ausgestaltung ist jedoch den Börsengeschäftsbedingungen⁷⁷ und darüber hinaus sogenannten Norminterpretierenden Verwaltungsvorschriften⁷⁸ überlassen.

aa) Gerechnete Börsenpreise. Die gerechneten Börsenpreise werden zum einen im sog. Einheitsmarkt ermittelt (daher auch

⁷² Wer als Anleger 100 Siemens-Aktien kaufen will, muss für eine sachgerechte Entscheidung künftig wissen, an welchen der inländischen Börsen dieser Wert im Präsenzhandel notiert werden, an welchen er im XETRA-Handel ist und an welchen er in beiden Handelsarten notiert wird. Er muss die damit verbundenen Verhältnisse hinsichtlich der Marktliquidität und Ausführungsqualität beurteilen, um eine interessengerechte Wahl treffen zu können.

⁷³ § 22 Abs. 1 Satz 2 BörsG.

⁷⁴ § 22 Abs. 1 Satz 1 BörsG.

⁷⁵ Vgl. §§ 27 ff Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse.

⁷⁶ Vgl. §§ 34 ff Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse.

⁷⁷ Zum Preisaufruf vgl. § 4 und zur Orderbuchsperrung und zum Annahmeverfahren vgl. § 5 der Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse.

⁷⁸ Siehe etwa die Norminterpretierende Verwaltungsvorschrift betreffend die Regeln für die Börsenpreisfeststellung an der Frankfurter Wertpapierbörse.

Einheitspreisprinzip genannt). Diesem gehören Wertpapiere von geringer Marktkapitalisierung und Liquidität an, sodass die niedrige Umsatztätigkeit lediglich eine einzige börsentägliche Preisermittlung in der betreffenden Wertpapiergattung erforderlich macht.

Außerdem finden sich gerechnete Preise als Anfangs-(Eröffnungs-), Einheits- (Kassa-) und Schlusspreise bei den variabel notierten Wertpapieren.

Die Verfahrensweise der Preisermittlung bei den gerechneten Börsenpreisen zeichnet sich dadurch aus, dass zu den von der Börsengeschäftsführung allgemein festgelegten Zeitpunkten –also einmal täglich im Einheitsmarkt oder zur Eröffnung und zum Schluss des variablen Handels – die Preisermittlung und -feststellung erfolgt.

(1) Aufruf. Das Verfahren beginnt mit dem Aufruf des betreffenden Wertpapiers durch den skontroführenden Makler.⁷⁹ Die dem Skontroführer bereits vorliegenden und die ihm nach dem Aufruf erteilten Aufträge der Marktteilnehmer werden in seinem Orderbuch (Skontro) gesammelt, indem sie in der Reihenfolge ihres Einganges getrennt nach Käufen und Verkäufen ins Orderbuch eingetragen werden. In das Ordervolumen, das der Ermittlung des Eröffnungspreises zu Grunde gelegt wird, werden nach den Börsenordnungen⁸⁰ auch diejenigen Aufträge des Anlegerpublikums einbezogen, die bis zum Beginn der Börsensitzung beim Skontroführer eingegangen sind.

(2) Ausruf einer Taxe. Es folgt der Ausruf mindestens einer Taxe. Dies ist eine unverbindliche Nennung eines Geld- und eines Briefkurses für das betreffende Wertpapier, zwischen denen ein Börsenpreis festgestellt werden könnte. Grundlage für die Taxe ist die Auftragslage beim Skontroführer oder – mangels vorliegender Aufträge - eine Schätzung.⁸¹ Dadurch werden die Börsenteilnehmer über die Marktlage unterrichtet. Es wird ihnen damit zugleich die Möglichkeit eröffnet, auf den Ausruf zu reagieren, indem sie ihre Orders erweitern, abändern, stornieren oder weitere Orders aufgeben. Beabsichtigt der Skontroführer nun, die Ausrufnahme zu beenden und zur Preisfeststellung überzugehen, so kündigt er den Annahmeschluss zunächst an, um den Handelsteilnehmern letzte Gelegenheit zur Auftragserteilung oder –änderung zu geben.

⁷⁹ Vgl. 2.1 der Regeln für die Börsenpreisfeststellung im Präsenzhandel an der Frankfurter Wertpapierbörse.

⁸⁰ Vgl. etwa § 32 Abs. 2 Nr. 1 Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse.

⁸¹ 3.1 der Regeln für die Börsenpreisfeststellung im Präsenzhandel an der Frankfurter Wertpapierbörse.

(3) Berechnung des Börsenpreises. Bei der dann folgenden Berechnung des Börsenpreises kommt das Meistausführungsprinzip zur Anwendung: Es wird derjenige Kurs errechnet, zu dem die meisten Aufträge erledigt werden können. Dies ist der Preis, zu dem alle höher limitierten Kaufaufträge und alle niedriger limitierten Verkaufsaufträge und außerdem auch alle unlimitierten Aufträge erledigt werden können.⁸² Ergibt sich dabei ein Überhang nach der einen oder anderen Seite, so muss dieser durch Ausruf mindestens eines Geschäftsangebots seitens des Skontroführers den Marktteilnehmern bekannt gegeben werden, um diesen die Annahme zu ermöglichen. Dies gilt auch für den Fall eines vom Skontroführer beabsichtigten Selbsteintritts in den Überhang.⁸³

(4) Feststellung und Bekanntgabe des Börsenpreises. Der sich sodann ergebende Börsenpreis wird festgestellt und unter Angabe des Umsatzes den Teilnehmern bekannt gegeben.

(5) Preiszusätze. Durch Preiszusätze kommt zum Ausdruck, wie die Ausführungslage hinsichtlich derjenigen Aufträge ist, die zum festgestellten Preis limitiert waren. Wurden alle Orders ausgeführt, so wird der Preiszusatz „b=bezahlt“ oder kein Zusatz verwendet. Wenn zum festgestellten Preis nicht alle Kauforders ausgeführt werden konnten, also Nachfrageüberhang bestanden hat, lautet der Preiszusatz „bG=bezahlt Geld“.⁸⁴ Bei einem Angebotsüberhang wird der Zusatz „bB=bezahlt Brief“⁸⁵ verwendet.

bb) Variable Börsenpreise. Im variablen Handel werden Papiere mit höherem Orderaufkommen gehandelt. Voraussetzung ist dabei, dass die Aufträge eine bestimmte Mindestgrößenordnung aufweisen, den sog. variablen Mindestschluss.

(1) Eröffnungsauktion. Der variable Handel beginnt mit einer Eröffnungsauktion, die nach dem Einheitspreisprinzip durchgeführt wird, also durch Sammlung, Systematisierung und Ausgleich der vorliegenden Orders nach dem beschriebenen Meistausführungsprinzip.

⁸² „Größtmöglicher Umsatz bei minimalem Überhang“; vgl. 3.3.1.1 der Regeln für die Börsenpreisfeststellung im Präsenzhandel an der Frankfurter Wertpapierbörse.

⁸³ 3.2.3 der Regeln für die Börsenpreisfeststellung im Präsenzhandel an der Frankfurter Wertpapierbörse.

⁸⁴ Bzw. „ebG= etwas bezahlt Geld“, um einen nur geringen Ausführungsanteil der zum festgestellten Preis limitierten Kauforders zu kennzeichnen.

⁸⁵ Bzw. „ebB= etwas bezahlt Brief“, um einen nur geringen Ausführungsanteil der zum festgestellten Preis limitierten Verkauforders zu kennzeichnen.

(2) Fortlaufender Handel. In dem sich anschließenden fortlaufenden Handel informiert der Skontroführer die Marktteilnehmer durch das Ausrufen von Taxen oder Geschäftsangeboten über die Auftragslage. Jeder Teilnehmer kann selbst Geschäftsangebote ausrufen oder auf andere Ausrufe von Geschäftsangeboten reagieren. Kommt unter Beteiligung des Skontroführers ein Wertpapierkaufvertrag zwischen Börsenteilnehmern zustande, so führt dies unmittelbar zu einem Börsenpreis. Gleiches gilt, wenn sich Aufträge auf der Geld- und Briefseite im Maklerskonto ohne Selbsteintritt ausführbar gegenüberstehen und der Skontroführer den Vertragsabschluss vermittelt.

Es ergibt sich dadurch im variablen Handel eine fortlaufende Kette von Vertragsabschlüssen, deren Preise dem Publikum jeweils bekannt gegeben werden.

(3) Kassapreis. Der ebenfalls nach dem Einheitspreisverfahren ermittelte Kassapreis wird – soweit dies in der Praxis überhaupt noch geschieht - einmal täglich ermittelt, um Auftragsspitzen des variablen Handels oder Orders unterhalb des Mindestschlusses zu erledigen. Die meisten Börsen haben die Ermittlung von Kassapreisen jedoch eingestellt.

(4) Schlusspreis. Die Schlusspreise werden teilweise wiederum nach dem Einheitspreisverfahren ermittelt, teils wird auch der letzte im variablen Handel notierte Preis als Schlusspreis bezeichnet.⁸⁶

9. Beendigung der Zulassung. Die Zulassung eines Unternehmens zum Skontroführer wird durch seinen Verzicht und durch die Aufhebung der Zulassung (in den Formen der Rücknahme und des Widerrufs) beendet.

Für die Beendigung der Zulassung ist (als *actus contrarius*) gleichfalls die Börsengeschäftsführung zuständig.

a) Verzicht auf Zulassung. Der Zulassungsverzicht ist gesetzlich nicht geregelt. Dennoch ist anzunehmen, dass die gesetzlichen Bestimmungen über den Widerruf einen Verzicht nicht ausschließen sollten. Der Verzicht ist zulässig, wenn und soweit eine Verfügungsbefugnis über die Rechtsposition besteht. Dies ist in Bezug auf die Beendigung der Skontroführereigenschaft der Fall. Der Verzicht erfolgt durch eine einseitige empfangsbedürftige Willenserklärung des Inhabers der Zulassung gegenüber der

⁸⁶Vgl. *Ledermann*, Die Rechtsstellung des Kursmaklers an den deutschen Wertpapierbörsen, S.40.

Börsengeschäftsführung. Sie bringt die Rechte aus der Zulassung zum Erlöschen.

b) Aufhebung (Rücknahme und Widerruf), Ruhen der Zulassung.

Haben die Voraussetzungen einer Zulassung von vornherein nicht vorgelegen, weil diese rechtswidrig erteilt war, so erfolgt deren Rücknahme entsprechend den Vorschriften des Verwaltungsverfahrensrechts des jeweiligen Bundeslandes, in dem die Börse ihren Sitz hat.⁸⁷

Besteht der begründete Verdacht, dass ein Rücknahmegrund vorliegt, so kann als vorläufige Maßnahme das Ruhen der Zulassung auf Dauer von höchstens 6 Monaten angeordnet werden.⁸⁸

Das Ruhen der Zulassung kann insbesondere dann erfolgen, wenn bereits Tatsachen für den Verdacht eines Rücknahmegrunds vorliegen, aber noch weitere Aufklärung des Sachverhalts erfolgen muss.

Ein Widerruf kommt in Betracht, wenn die Zulassung rechtmäßig erteilt wurde, ihre Voraussetzungen später jedoch entfallen sind. Als zwingenden Widerrufsgrund nennt das Gesetz eine schuldhaft begangene grobe Verletzung der Pflichten des Skontroführers.

Ein Widerruf kann erfolgen, wenn die Bundesanstalt gegen einen Skontroführer Maßnahmen zur Sicherung der Erfüllung seiner Verbindlichkeiten gegenüber seinen Gläubigern ergriffen und dies der Börsengeschäftsführung mitgeteilt hat.⁸⁹

Auch hier gelten die allgemeinen Vorschriften des Verwaltungsverfahrensrechts über den Widerruf begünstigender rechtmäßiger Verwaltungsakte.

In dringenden Fällen kann einem Skontroführer die Ausübung der Skontroführung mit sofortiger Wirkung und ohne seine vorherige Anhörung untersagt werden. Widerspruch und Anfechtungsklage haben keine aufschiebende Wirkung.⁹⁰

10. Übergangsbestimmungen.

a) Fiktion der Zulassung des bisherigen Kursmaklers und Skontroführers. Kursmaklern, die zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes am 01.07.2002 als solche bestellt waren, gilt die Zulassung als Skontroführer neuer rechtlicher Prägung für diesen Zeitpunkt als erteilt. Ihre Bestellung als

⁸² Zur Aufhebung eines rechtswidrigen begünstigenden Verwaltungsakts vgl. im Bundesrecht die §§ 48, 49 VwVfG.

⁸³ § 26 Abs. 3 BörsG.

⁸⁴ § 26 Abs. 2 Satz 2 BörsG iVm §§ 46, 46 a KWG.

⁸⁵ § 26 Abs. 2 Satz 3 BörsG.

Kursmakler erlischt gleichzeitig.⁹¹

Entsprechendes gilt für die Zulassung von Freimaklern und Wertpapierhandelsunternehmen bzw. Wertpapierhandelsbanken als Skontroführer im Geregelten Markt.

b) Fiktion der Skontrozuweisung an die bisherigen Kursmakler und Skontroführer. Die Skontren, die von diesen Kursmaklern am Stichtag 01.07.2002 im bisherigen amtlichen Handel geführt wurden, gelten ihnen als Skontroführer im (nunmehr) amtlichen Markt auf Dauer von drei Jahren als zugeteilt.⁹²

Dasselbe gilt für die Skontren, die von Skontroführern, die nicht Kursmakler sind, im Geregelten Markt am Stichtag geführt wurden. Auch sie gelten diesen Skontroführern für die Dauer von weiteren drei Jahren als zugeteilt.

c) Überlegungsfrist für Geschäftsführer von Instituten bei bisheriger persönlicher Skontrozuweisung. Hat der Kursmakler seine börslichen und außerbörslichen Geschäfte am Stichtag als Geschäftsführer eines Kreditinstituts oder eines Finanzdienstleistungsinstituts betrieben,⁹³ so würde die Fiktion der Zulassung als Skontroführer und die Skontrozuweisung dazu führen, dass der geschäftsleitende (und damit unselbständig tätige) Kursmakler, dem die Skontren bisher jedoch persönlich zugeteilt waren, persönlich zugelassener Skontroführer wäre. Dies wäre mit der neuen Systematik nicht vereinbar, wonach nur Institute als Skontroführer zugelassen werden können. Daher muss sich der Kursmakler während einer Frist von einem Jahr entscheiden, ob er unter Mitnahme seiner Skontren selbständig als Institut zugelassen werden und tätig sein will oder ob er weiterhin unselbständig für das bisherige Institut tätig sein will, auf welches seine Skontren dann übergehen. § 64 Abs. 4 Satz 3 BörsG ordnet an, dass die Skontren und die Zulassung als Skontroführer nach einer einjährigen Überlegungs- und Entscheidungsfrist am 01.07.2003 auf das Institut übergehen, für das der Kursmakler seine Geschäfte bisher betrieben hat.

d) Schutzfrist. Für die Dauer der dreijährigen Zuweisung der am Stichtag bestehenden Skontren an Kursmakler oder Skontroführer

⁸⁶ § 64 Abs. 5 BörsG.

⁸⁷ § 64 Abs. 4 BörsG. Die ursprünglich im Regierungsentwurf vorgesehene kürzere Übergangsfrist von nur zwei Jahren wurde im Interesse der Kursmakler und zur Erleichterung ihrer beruflichen Neuorientierung auf drei Jahre verlängert.

⁸⁸ Beispiel: die Kursmaklergesellschaft ICF in Frankfurt.

muss gewährleistet sein, dass zumindest auch eine Feststellung des Börsenpreises durch Skontroführer erfolgt.

Ohne diese Regelung wäre die Zuweisung der Skontren unter Umständen sinnlos, da die Börsen ihr Wahlrecht in Bezug auf die Handelsart so ausüben könnten, dass eine Preisfeststellung im Präsenzhandel durch Skontroführer an der betreffenden Börse nicht mehr stattfindet. Um insbesondere den Kursmaklern, die sich bisher infolge ihrer gewerblichen Beschränkungen weniger gut entfalten und neu orientieren konnten, die erforderliche Umstellung von der „geschützten“ halbamtlichen Tätigkeit in den freien gewerblichen Bereich zu erleichtern, wurde diese Schutzfrist eingefügt.

Nach Ablauf der Schutzfrist können die Wertpapierbörsen dazu übergehen, die Preise in Wertpapieren, die zu den Skontren der Skontroführer gehören, ausschließlich im elektronischen Handel zu ermitteln. Für die hochliquiden DAX-30-Werte ist mit dieser Entwicklung zu rechnen.

Juli 2002/Dr. Schlüter