

# Die Funktion des Kursmaklers an der Börse

## *Rückblick und Ausblick*

Von Dr. Ekkehard Kurth - Leiter des Referats: Wirtschaftsordnung, Finanzdienstleistungen, Börsen - Hessisches Ministerium für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung, Wiesbaden

### 1. DIE HISTORISCHE ENTWICKLUNG DES KURSMAKLERAMTES

*Noch heute sieht das Börsengesetz für die in dem Börsensegment des Amtlichen Handels zugelassenen Wertpapiere zwingend die Kursfeststellung durch spezielle von der Börsenaufsichtsbehörde bestellte und vereidigte Kaufleute, die amtlichen Kursmakler, vor (§§ 36, 29, 30 BörsG). Dies geht auf eine lange historische Entwicklung zurück.*

#### a) Makler an den deutschen Börsen vor Erlass des Börsengesetzes im Jahre 1896

Bereits vor dem Erlass des Börsengesetzes im Jahre 1896<sup>1</sup> gab es an einigen deutschen Börsen amtlich bestellte Börsenoder Handelsmakler, die auch Sensale, vereidigte Makler oder Wechselmakler genannt wurden<sup>2</sup>. Sie wurden damals regelmäßig von den Börsen bzw. den Börsen-korporationen unter Bestätigung der Regierung bestellt und unterstanden in amtlicher und privatrechtlicher Hinsicht einem Sonderrecht des damaligen Handelsgesetzbuches<sup>3</sup>. Die Preise, die die Makler durch ihre Vermittlung erzielten, wurden an den meisten Börsen in Protokollen niedergelegt und dienten in Streitfragen häufig als Grundlage richterlicher Entscheidungen<sup>4</sup>. Das Institut der amtlichen Handelsmakler war zu diesem Zeitpunkt nicht auf die Börse beschränkt. Soweit der amtliche Makler aber an der Börse tätig war, hatte er an der Kursnotierung mitzuwirken, und es war ihm regelmäßig untersagt, für eigene Rechnung Handelsgeschäfte zu tätigen<sup>5</sup>. Hintergrund hierfür war die Überlegung, dass nur durch eine solche Maßnahme die Neutralität und Unparteilichkeit der Makler sichergestellt werden könne<sup>6</sup>.

#### b) Entwicklung an der Frankfurter Börse

Die Stadt Frankfurt gehörte bereits im 15. Jahrhundert zu den führenden Handelsplätzen im deutschsprachigen Raum<sup>7</sup>. Im

Jahre 1605 wurde erstmals das Wort „Börse“ in Bezug auf Frankfurt erwähnt<sup>8</sup>. Zu Beginn des 19. Jahrhunderts stieg Frankfurt dann zu einem der bedeutenden europäischen Wirtschaftsstandorte auf, was sich auch auf die Organisation der Börse auswirkte. Am 7. Mai 1808 wurde eine Handelskammer gegründet, die auch Trägerin der Börse war und im Jahr 1817 die Aufsicht über die Börse vom Rat der Stadt übernahm<sup>9</sup>. Am 4. Dezember 1843 gab sich die Frankfurter Handelskammer eine Börsenordnung, nach der die Börse „eine Versammlung von Handelsleuten, Maklern und anderen Personen zur Erleichterung des Betriebes kaufmännischer Geschäfte aller Art unter der Aufsicht der Handelskammer sein sollte“<sup>10</sup>. Die Handelskammer erließ hierzu Standards für die Kursfeststellung, um so die Richtigkeit der Kurse zu erhöhen. 1850 wurde der Verein der beeidigten Wechselmakler gegründet, dessen Mitglieder insbesondere Kursmanipulationen aufdecken sollten“. Auf Veranlassung der Handelskammer schlossen sich die vereidigten Wechselmakler später zu einem Verein mit dem Namen „Syndikat der beeidigten Wechselmakler“ zusammen, aus dem dann später die Maklerkammer hervorging<sup>12</sup>.

#### c) Einführung des amtlichen Kursmaklers durch das Börsengesetz von 1896

Im Börsengesetz für das deutsche Reich von 1896<sup>13</sup> wurde der amtliche Kursmakler erstmals ausdrücklich als Hilfspersonen des Börsenvorstandes bei der Kursfeststellung an den Börsen eingeführt (§ 29 des Börsengesetzes). Seither gibt es amtliche Kursmakler (nur) an den Börsen. Die Kursfeststellung sollte die örtliche Geschäftslage widerspiegeln und nicht die bloße Wiedergabe der im Rahmen der Geschäftsabschlüsse erzielten Preise sein, d.h. es sollte möglichst nur ein einziger Kurs festgestellt werden, der den gesamten Markt beurteilte<sup>14</sup>.

Bereits damals wurde in § 30 die Bestellung und Entlassung sowie die Vereidigung der Kursmakler der jeweiligen Landesregierung übertragen. Die Bestellung der Kursmakler durch staatliche Behörden sollte erfolgen, „um die genügende Gewähr dafür zu schaffen, dass nur absolut zuverlässige und von Börseninteressen unabhängige Personen zu Kursmaklern ernannt würden“<sup>15</sup>.

Es wurde ferner eine Vermittlungspflicht des Kursmaklers hinsichtlich der von ihm betreuten Wertpapiere eingeführt. Bis zu einem gewissen Grade wurde die Vornahme von Eigengeschäften erlaubt, diese Erlaubnis beschränkte sich jedoch weitgehend auf den sog. „Spitzenausgleich“<sup>16</sup>. Durch diese Beschränkung der Handlungsmöglichkeiten sollte die amtliche Autorität

und das Vertrauen in die Unparteilichkeit der Kursmakler erhalten bleiben<sup>17</sup>. Die Kursmakler hatten an der amtlichen Feststellung des Börsenpreises mitzuwirken. Der Börsenvorstand sollte danach die eigentliche Kursfeststellung vornehmen, während die Kursmakler nur diese Tätigkeit unterstützen sollten, in dem sie die von ihnen getätigten Geschäfte dem Börsenvorstand meldeten<sup>18</sup>. Die Preise der durch die Kursmakler vermittelten Geschäfte sollten als Grundlage für die Preisermittlung durch den Börsenvorstand dienen (§ 31 BörsG)<sup>19</sup>. In Frankfurt erfolgte die Kursfeststellung abweichend von der dargestellten reichsrechtlichen Regelung unter der Oberaufsicht der Handelskammer durch die Maklerkammer aufgrund der eigenen Wahrnehmungen der Makler und der ihnen während der Börsenzeit gemachten Mitteilungen. Diese abweichende Preisfeststellungsregelung beruhte auf einer besonderen Ermächtigung des damaligen Bundesrates (§ 35 BörsG)<sup>20</sup>.

Die so festgestellten Börsenpreise (Kurse) wurden durch Protokollierung oder Aufnahme in ein Börsenbuch (Börsenjournal) schriftlich fixiert<sup>21</sup>. In Frankfurt war es bereits seit den Anfängen eines geregelten Börsenhandels Aufgabe der Maklerkammer, diese festgestellten Kurse zu veröffentlichen, während diese Aufgabe in anderen Börsen dem Börsenvorstand zugewiesen wurde<sup>22</sup>. Hierzu wurden in allen größeren Börsen amtliche Kursblätter (Kurszettel, Kursberichte, Preiszettel) herausgegeben. Manche Börsen beschränkten sich dagegen auf die Veröffentlichung in der allgemeinen Presse<sup>23</sup>. Mit der amtlichen Stellung und den damit verbundenen Pflichten wollte der Gesetzgeber dem öffentlichen Interesse an einer richtigen Kursfeststellung Rechnung tragen<sup>24</sup>. Dem amtlichen Börsenpreis wurde in zahlreichen Vorschriften eine besondere Bedeutung beigemessen. Mit dieser über den Börsenhandel hinausgehenden Wirkung der amtlichen Kurse wurde das öffentliche und staatliche Interesse an der legislativen Reglementierung der Kursbildung gerechtfertigt<sup>25</sup>.

1934 wurde erstmals geregelt, dass an Wertpapierbörsen, an denen eine Maklerkammer besteht, die Kursmakler die Börsenpreise unmittelbar unter Aufsicht der Kursmaklerkammer feststellen können<sup>26</sup>.

Diese Bestimmung ist eingefügt worden, weil der Gesetzgeber der Auffassung war, dass die Kursmakler infolge der Notwendigkeit, ständig an der Börse anwesend zu sein, am besten geeignet wären, die Kursfeststellung vorzunehmen, und dass durch die Beaufsichtigung durch die Maklerkammer die Korrektheit der Notierung gewährleistet sei<sup>27</sup>. Zudem vertrat man die Auffassung, dass der Börsenvorstand kein neutrales Organ sei, da der Börsenvorstand zu stark unter dem Einfluss der Kreditinstitute stehen würde<sup>28</sup>. Der Landesregierung wurde ferner durch die Novelle die Befugnis übertragen, die Rechte und Pflichten der Kursmakler zu regeln<sup>29</sup>. Aufgrund der Börsenreform von 1975<sup>30</sup> erhielten die Kursmakler ein Recht auf Beteiligung bei der Besetzung des Börsenvorstandes, und es wurde in bestimmten Fällen die Einrichtung einer Kursmaklerkammer zwingend vorgeschrieben. Die Festsetzung der Maklercourtage wurde der Landesregierung übertragen<sup>31</sup>. Mit der Novelle 1986<sup>32</sup> wurde das Segment des Geregelten Marktes in Abgrenzung zu dem Segment des Amtlichen Handels in die Regelungen der §§ 36 ff., 71 ff. BörsG eingeführt. Damit wurden verschiedene europäische Richtlinien<sup>33</sup> umgesetzt, mit denen die Zulassungsbedingungen für die zur amtlichen Notierung zugelassenen Wertpapiere in Europa harmonisiert werden sollten.

Durch diese Änderung des Börsengesetzes trat erstmals eine Verkoppelung der Zulassung von Wertpapieren mit einer bestimmten Art und Weise der Feststellung der Preise in diesen Wertpapieren ein. Für im Segment des Amtlichen Handels zugelassenen Wertpapiere war von da an die Feststellung der Börsenpreise durch amtliche Kursmakler zwingend vorgeschrieben<sup>34</sup>, während für die im Geregelten Markt zugelassenen Papiere nur die Preisfeststellung durch Skontroführer normiert wurde (§ 75 BörsG). Bis zu diesem Zeitpunkt gab es keine gesetzlich vorgeschriebene Segmentierung des Börsenhandels. Die Börsen konnten nach der Zulassung der Wertpapiere entscheiden, ob sie die Wertpapiere in den Börsenhandel mit amtlicher Notiz einführen. Soweit eine Einführung zur amtlichen Notiz erfolgte, mussten die Preisfeststellung durch amtliche Kursmakler erfolgen, wenn Kursmakler an der jeweiligen Börse bestellt waren<sup>35</sup>. Mit dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz<sup>36</sup> wurden wesentliche Änderungen im Börsengesetz vorgenommen<sup>37</sup>. Die Voraussetzungen für die Einrichtung von elektronischen Handelssystemen als zweite Handelsplattform neben dem Präsenzhandel der Wertpapierbörsen wurden ins Börsengesetz aufgenommen. Die in diesen elektronischen Handelssystemen zustandekommenden Preise erhielten wie die von den Kursmaklern oder sonstigen Skontro-



**Vorstand der Kursmaklerkammer Frankfurt am Main 1999**

v.l.n.r. Alf-D. Herforth, Franz Zech, Rainer Roubal, Jörg-D. Reuter, Peter Koch



führern im Amtlichen Handel oder Geregelten Markt festgestellten Preise die Qualifikation als „Börsenpreise“. Die Aufsicht über die Börse wurde von einer Rechts- zu einer umfassenden Marktaufsicht ausgebaut. Hierzu wurden Handelsüberwachungsstellen an den Börsen als Selbstüberwachungseinrichtungen eingerichtet und die Börsenaufsichtsbehörde wurde mit umfassenden Kompetenzen im Rahmen der Marktaufsicht versehen. Dies hatte auch zur Folge, dass die bislang durch die Kursmaklerkammern ausgeübte Aufsicht über die Kursmakler der Börsenaufsichtsbehörde übertragen wurde. Auch die Prüfung der Solvenz und wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit der Kursmakler wurde verbessert, und diese Aufsicht wurde der Börsenaufsichtsbehörde übertragen. Erstmals wurden die wesentlichen Voraussetzungen der Bestellung und Entlassung der Kursmakler im Börsengesetz geregelt. Die Möglichkeiten der Eigen- und Aufgabegeschäftstätigkeit der Kursmakler wurde erweitert. Von Bedeutung ist auch, dass den Kursmaklern erstmals das Recht eingeräumt wurde, ihre Kursmaklertätigkeit in der Form einer Kapitalgesellschaft auszuüben. Mit der Einführung dieses besonderen Typs einer Kursmaklergesellschaft sollte den Kursmaklern angesichts der Verschärfung der Wettbewerbssituation durch die Einrichtung elektronischer Handelssysteme und der steigenden Anforderungen an die Kapitalausstattung der Maklerfirmen neue betriebswirtschaftliche Potenziale eröffnet und die Eigenkapitalbeschaffung erleichtert werden<sup>38</sup>. Um die Neutralität der Kursmakler zu sichern, bedarf der Gesellschaftsvertrag der Genehmigung der Börsenaufsichtsbehörde. Die Genehmigung wird von einer großen Anzahl von Voraussetzungen abhängig gemacht. Mit der 6. KWG-Novelle und dem Begleitgesetz zur Umsetzung von EG-Richtlinien sowie zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften vom 22. Oktober 1997<sup>39</sup>, dessen Regelungen überwiegend am 1. Januar 1998 in Kraft getreten sind, wurden u.a. die bis dahin noch nicht vollständig in deutsches Recht umgesetzten Regelungen der europäischen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie<sup>40</sup> und Kapitaladäquanzrichtlinie<sup>41</sup> in deutsches Recht umgesetzt. Aufgrund dieser Novelle unterstehen nunmehr neben den Kreditinstituten auch alle Wertpapierfirmen und damit auch alle Kursmaklerfirmen der Solvenz- bzw. Eigenkapitalkon-



Die Frankfurter Kursmakler 1959

trolle durch das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen und bedürfen einer Genehmigung vor der Aufnahme ihrer Geschäftstätigkeit. Gleichzeitig werden die Kursmaklerfirmen hinsichtlich der Einhaltung der Wohlverhaltensregeln der Aufsicht durch das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel unterstellt<sup>42</sup>.

## 2. DIE FUNKTION DES KURSMAKLERS IM HEUTIGEN BÖRSENHANDEL

### a) Börsengesetzlichen Anforderungen an die Funktion des Kursmaklers

Das geltende Börsengesetz sieht in dem amtlichen Kursmakler einen Garanten für eine faire Vermittlung und Preisfeststellung im Bereich des Wertpapierhandels. Nach § 10 des Börsengesetzes ist ein Wertpapierauftrag mangels anders lautender Weisung des Auftraggebers oder Anhaltspunkte für eine abweichende Interessenlage grundsätzlich über den Präsenzhandel auszuführen. Damit kommt grundsätzlich die gesetzgeberische Auffassung zum Ausdruck, dass die Ausführung über den Präsenzhandel und damit auch über den Kursmakler für den Privatanleger eine besondere Gewähr für eine faire Orderausführung bietet<sup>43</sup>.

Der Kursmakler hat Einblick in das Orderbuch. Auf der Grundlage von Meistausführungsprinzip und Preiskontinuität soll er für die ihm zugewiesenen Wertpapiere auf der Basis der in seinem Orderbuch vorlie-

genden Geschäftslage Preise feststellen. Er hat den Markt weitgehend durch Taxen über die Marktsituation und die zu erwartende Kursfeststellung zu informieren. Durch Eigen- und Aufgabegeschäfte kann er Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage ausgleichen. Durch diese Selbsteintrittsmöglichkeiten und die von ihm zu treffende Entscheidung über den Zeitpunkt der Kursfeststellung sowie durch die Steuerung des Marktinteresses aufgrund der Taxenstellung, kann der Kursmakler Einfluss auf die Preisentwicklung, insbesondere die Volatilität des betroffenen Wertpapiers, nehmen. Zu erwähnen ist an dieser Stelle auch, dass die Beaufsichtigung der Kursmakler durch die Börsenaufsicht in der Vergangenheit wichtige Impulse für die Verbesserung der Preisfeststellung gebracht hat. Regelmäßig wurden aus dem Kursmaklerbereich Regeln - z.B. hinsichtlich der Voraussetzungen und Anforderungen an den Selbsteintritt des Skontroführers - entwickelt, die dann häufig für den gesamten Präsenzhandel - also auch für die Preisfeststellung durch Skontroführer im Geregelten Markt und im Freiverkehr - Geltung erhielten<sup>44</sup>.

### b) Die wirtschaftliche Funktion des Kursmaklers im Börsenhandel

Eine kürzlich veröffentlichte Studie<sup>45</sup> zeigt nachdrücklich, dass die Tätigkeit der Kursmakler maßgeblich zur Steigerung der

Liquidität des Börsenhandels und der Verringerung der Volatilität beigetragen hat und beiträgt. Die Tätigkeit der Kursmakler - und dabei insbesondere ihre Bereitschaft zum Selbsteintritt - führt nach den Ergebnissen dieser Studie zu einer nachhaltigen Reduktion der Geld-Brief-Spannen. Zumindest für die gerechneten Kurse bescheinigt die Studie weiterhin, dass die Preisfeststellung durch die Kursmakler die Volatilität verringert. Insgesamt erbringen danach die Kursmakler einen wertvollen Beitrag zur Sicherung der Qualität des Börsenhandels. Die in der genannten Studie gezogene positive Bilanz wird noch durch weitere Bestrebungen der Kursmaklerschaft zur Verbesserung ihres Dienstleistungsangebots unterstützt. So ist z.B. das Servicepaket 2000 der Frankfurter Kursmaklerschaft vom Sommer 1999<sup>46</sup> besonders zu erwähnen. Mit diesem Paket garantieren die Kursmakler faire Preise bei sofortiger Auftragsausführung und Wahrung der Kurskontinuität sowie eine umfassende Marktinformation.

### c) Vergleich der Kursmaklerfunktion mit dem Wertpapierhandel in Xetra

Die Erfahrungen mit den Preisentwicklungen illiquiderer Wertpapiere auf dem elektronischen Handelssystem Xetra seit der Übernahme aller an der FWB notierten Wertpapiere auf Xetra haben gezeigt, dass ein für die Preisentwicklung verantwortlich zeichnender Skontroführer auch heute noch wertvolle Dienste erbringen kann. Das börsengesetzlich vorgeschriebene ausschließlich elektronische Zustandekommen der Börsenpreise in Xetra kann gerade bei weniger liquiden Werten zu stark volatilen Preisentwicklungen führen. Anleger, die mit unlimitierten Aufträgen auf ein leeres Xetra-Orderbuch treffen, erhalten häufig Ausführungen zu nicht marktgerechten Preisen. Limitierte Aufträge werden in solchen Werten teilweise - trotz einer möglicherweise marktgerechten Limitierung - über längere Zeiträume nicht ausgeführt. Im Skontro des Kursmaklers übernimmt der Kursmakler dagegen persönlich die Verantwortung für eine marktgerechte Preisentwicklung. Durch seinen Selbsteintritt kann er zur Steigerung der Liquidität beitragen und teilweise überhaupt eine Orderausführung ermöglichen. Ebenso kann er durch die Bekanntgabe von Taxen das Marktinteresse fördern. Nicht zuletzt hat die Aufmerksamkeit der Kursmakler auch schon manchen Auftrag-

geber vor nachteiligen Orderausführungen bewahrt. Dies gilt insbesondere bei Schreib- und Eingabefehlern im Rahmen der Ordererteilung. Bei einer fehlerhaften Eingabe eines Limits im Xetra-Handel kann dies schnell sehr nachteilige Ausführungen zur Folge haben, während der Kursmakler in solchen Fällen regelmäßig zum Telefon greift, um die Richtigkeit der ihm erteilten Order zu überprüfen. Auch die in Xetra eingerichtete Betreuerfunktion bietet letztlich keinen Ersatz für den Skontroführer, der sich seiner ständigen persönlichen Verantwortung für eine marktgerechte Ausführung, für Preiskontinuität und Liquidität nicht entziehen kann.

### 3. DIE ZUKUNFT DES AMTLICHEN KURSMAKLERS

*Eine positive Entwicklung des Börsenhandels lässt sich m.E. durch eine sinnvolle Kombination des elektronischen Handels mit der von den Kursmaklern ausgeübten Skontroführer-funktion erzielen.*

#### a) Gründe für eine Kombination von Skontroführung und elektronischem Handel

Es hat sich in jüngster Vergangenheit nicht nur gezeigt, dass bestimmte - meist illiquide - Wertpapiere von einer Betreuung durch einen verantwortlichen Skontroführer profitieren. Auch zeigt sich, dass möglicherweise eine ausschließlich elektronische Plattform, auf der sowohl der institutionelle Anleger (whole-sale) als auch der private Anleger (Retail-Kunde) mit gleichen Regeln und unter gleichen Bedingungen handeln sollen, nicht immer allen Interessen gerecht werden kann. Ungleichgewichte bei Auftragsgröße oder der Qualität, Tiefe und Schnelligkeit der Informationsbeschaffung können für beide Seiten Nachteile haben. Ein Intermediär, der diese Ungleichgewichte an wirtschaftlicher Macht, Information und sonstigen Interessen transformiert, in dem er z.B. dem privaten Anleger einen fairen Preis für kleinere Volumina garantiert und dabei in der Lage ist, durch seine wirtschaftliche Macht und seinen Zugang zu Informationen sowie sein Know-how den institutionellen Anlegern entgegen zu kommen, um sich dort entsprechend mit Wertpapieren oder Liquidität einzudecken, kann für alle Seiten vorteilhaft sein.

#### b) Specialist-Ansatz

Vor einiger Zeit wurde an der Frankfurter Wertpapierbörse die Integration der amtlichen Kursmakler als sog. Specialists in das elektronische Handelssystem Xetra diskutiert. Der Specialist sollte auf Xetra für bestimmte Wertpapiere - vergleichbar mit dem Skontroführer im Präsenzhandel - u.a. ständig verbindliche Quotes stellen und durch Eigengeschäfte zur Steigerung der Liquidität bei illiquideren Werten beitragen. Diesen Plänen steht die hessische Börsenaufsichtsbehörde sehr positiv gegenüber. Durch diesen Ansatz kann eine Bündelung der derzeit in Frankfurt auf zwei Plattformen zersplitterten Liquidität erzielt werden und die positiven Eigenschaften der verschiedenen Handelsplattformen kombiniert werden. Die amtliche Kursmaklereigenschaft stellt dabei aus meiner Sicht kein unüberwindliches Hindernis dar. Selbst einer Prüfung der Leistung des Kursmaklers in der Form der üblichen Performance-Messung und der Sanktionierung einer nicht ausreichenden Leistungsbereitschaft des Kursmaklers steht die börsengesetzliche Gestaltung des Kursmakleramtes nicht entgegen.

#### c) Forderungen für eine künftige Börsengesetznovelle hinsichtlich der Kursmakler

Die Bundesregierung will im Frühjahr 2000 den Diskussionsentwurf für ein Viertes Finanzmarktförderungsgesetz vorlegen. Gegenstand dieses Gesetzes soll insbesondere eine umfassende Börsengesetznovelle sein. Diese Novelle sollte sich zum Ziel setzen, Bewährtes zu erhalten und Überholtes abzuschaffen. Hinsichtlich der die Kursmakler betreffenden börsengesetzlichen Regelungen muss geprüft werden, ob und inwieweit die ursprünglich 1896 mit der amtlichen Kursfeststellung durch Kursmakler verfolgte Zielsetzung heute noch Geltung hat. Dabei muss beachtet werden, dass in einem elektronischen Zeitalter eine umfassende Überwachung des Börsenhandels garantiert ist und mittlerweile eine effiziente und international anerkannte Börsenaufsicht eine faire Preisfeststellung sicherstellt. Eine öffentlich-rechtliche Anbindung von mit der Skontroführung beauftragten Personen in der Form einer amtlichen Bestellung auf Lebenszeit ist jedenfalls aus hiesiger Sicht nicht mehr zwingend erforderlich. Sichergestellt werden muss jedoch

andererseits, dass die mit der Skontroführung beauftragten Personen beruflich geeignet, wirtschaftlich leistungsfähig und persönlich zuverlässig sind. Zudem muss sichergestellt sein, dass die mit der Skontroführung beauftragten Personen einer effizienten Aufsicht unterliegen. Dies gilt umso mehr, wenn diesen Skontroführern besondere Rechte, wie z.B. einen exklusiven Einblick in das Orderbuch und besondere Eigengeschäftsmöglichkeiten, eingeräumt werden können. Das bedeutet auch, dass die Börsenaufsicht einen unmittelbaren Zugang zu diesen Personen hat. Eine Beauftragung von Skontroführern mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik dürfte im Hinblick auf die bestehenden erheblichen Defizite des europäischen Aufsichtskonzeptes hinsichtlich der Durchsetzung von Aufsichtsmaßnahmen im Ausland daher nicht in Betracht kommen.

Ferner sollte die Verknüpfung der Zulassung in dem Segment des Amtlichen Handels mit einer bestimmten Art der Preisfeststellung aufgehoben werden. Es sollten im Börsengesetz nur noch Mindestforderungen an den Börsenpreis definiert werden. Denn Börsen sollte die wettbewerbspolitisch wichtige Freiheit eingeräumt werden, selbst zu entscheiden, auf welche Art und Weise eine qualitativ hochwertige Preisfeststellung für die bestimmten Wertpapier- oder Anlegergruppierungen erfolgt. Die Börsen sollten selbst entscheiden können, welche Wertpapiere einer ausschließlich elektronischen Preisfeststellung, welche einer Preisfeststellung durch Skontroführer und welche Wertpapiere einer aus verschiedenen Elementen kombinierten oder flexiblen Preisfeststellung zuführen wollen. In den Börsenordnungen könnten dann zusätzliche Qualitäts-Anforderungen für die einzelnen Preisfeststellungsvorgänge z.B. (ständige Quotierungsverpflichtungen für den Skontroführer) vorgesehen werden. Es gibt derzeit aus meiner Sicht keine Rechtfertigung mehr, die amtlichen Kursmakler als Skontroführer strengerer Anforderungen zu unterstellen als die Skontroführer im Regierten Markt oder im Freiverkehr. In allen Segmenten kommen Börsenpreise im Sinne des § 11 BörsG zustande. Den Kursmaklern werden jedoch hinsichtlich ihrer Handelsaktivitäten erhebliche Restriktionen auferlegt. Dies gilt z.B. hinsichtlich der Ausübung von sonstigen Handelsgewerben in § 32 Abs. 5 BörsG.

So darf sich z.B. ein Kursmakler nicht als Kommanditist oder als stiller Gesellschafter an einer Gesellschaft beteiligen. Die Sinnhaftigkeit dieser Regelung ist gegenwärtig äußerst zweifelhaft. Die Beschränkungen, die den Kursmaklergesellschaften in § 34 a BörsG auferlegt werden - insbesondere die Beteiligungsverbote und die Vorschriften über Anlegerstruktur und über die Möglichkeit der Geschäftsaktivitäten -, sind heute ebenfalls nicht mehr interessengerecht.

Es ist aus meiner Sicht wettbewerbspolitisch nicht vertretbar, dass den amtlichen Kursmaklern ein Monopol hinsichtlich der Preisfeststellung für die im amtlichen Handel zugelassenen Wertpapiere zugewiesen wird und dabei andererseits den Kursmaklern Restriktionen auferlegt werden, die ihnen eine zukunftsgerichtete Weiterentwicklung im Wettbewerb unmöglich machen.

#### d) Zusammenfassung

Die heute an den Börsen tätigen Kursmakler haben ein langjähriges Know-how im Wertpapierhandel und in der Skontroführung erworben. Sie besitzen regelmäßig gut funktionierende Makler- bzw. Wertpapierhandelsfirmen, deren Geschäftstätigkeit auf die skontroführende Tätigkeit ausgerichtet ist. Es ist an der Zeit, dass den Kursmaklern ermöglicht wird, dieses Wissen und die erworbenen Fähigkeiten und Geschäftspotenziale auch im Wettbewerb in einer geänderten Börsenwelt zum Vorteil des Börsenstandorts Deutschland einzusetzen.

Börsengesetz vom 22. Juni 1896, RGBL. I, Nr. 15, S. 157 vom 24. Juni 1896.

Nußbaum, Kommentar zum Börsengesetz für das Deutsche Reich, 1910, S. 113; es gab dabei nicht unerhebliche Beschwerden über das Verhalten der Handelsmakler. In einem Bericht der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin an den Handelsminister vom 6. Juli 1867 heißt es: „Bislang fiel es selten einem strebsamen Geschäftsmann ein, sich von vornherein dem Maklerfach zu widmen. Meistenteils bestanden die Makler aus bankerotten Kaufleuten ...“ vgl. Göppert, a.a.O., S. 148. Nußbaum, a.a.O., S. 113.

Ledermann, Thomas, Die Rechtsstellung des Kursmaklers an den deutschen Wertpapierbörsen, 1990, S. 18. Nußbaum, a.a.O., S. 113. Ledermann, a.a.O., S. 19.

Schulz, Wolfgang, Das deutsche Börsengesetz, 1994, S. 43. Merkt, Hanno, Entwicklung des Börsenrechts, in: Hopt, Klaus J./Rudolph, Bernd/Baum, Harald (Hrsg.), Börsenreform, 1997, S. 39. Schulz, a.a.O., S. 44. Schulz, a.a.O., S. 44. Schulz, a.a.O., S. 45.

Schulz, a.a.O., S. 45. Die Frankfurter Maklerkammer übernahm schon bald die Herausgabe des amtlichen Kursblattes

und besaß sogar eine Pensionsanstalt für Kursmakler, vgl. Nußbaum, a.a.O., S. 124. S.o. Fn. 2. Merkt, a.a.O., S. 75. Bericht der Börsenquotekommission Nr. 24; Nußbaum, a.a.O., S. 115. Nußbaum, a.a.O., S. 113. Bernstein, Das Börsengesetz, 1910, S. 92. Nußbaum, a.a.O., S. 106. Nußbaum, a.a.O., S. 114. Nußbaum, a.a.O., S. 117. Nußbaum, a.a.O., S. 108. Nußbaum, a.a.O., S. 108. Nußbaum, a.a.O., S. 108. Bernstein, a.a.O., S. 81. So schon Nußbaum, a.a.O., S. 99.

Durch Ziff. 4 des Gesetzes zur Änderung des Börsengesetzes vom 5.3.1934 (RGBL. I S. 169) wurde folgender § 29 Abs. 1 Satz 2 „An Wertpapierbörsen, an denen eine Maklerkammer besteht, erfolgt die amtliche Feststellung der Börsenpreise durch die Kursmakler unter Aufsicht der Maklerkammer“ eingefügt, vgl. Meyer/Bremer, Börsengesetz, 4. Aufl. 1957, § 29, Vorbemerkung. Meyer/Bremer, a.a.O., § 29, Anm. 5. Ledermann, a.a.O., S. 21, 78. Ledermann, a.a.O., S. 21.

Gesetz zur Änderung des Börsengesetzes vom 28. April 1975 (BGBl. I, S. 1013). Ledermann, a.a.O., S. 21. Börsenzulassungsgesetz vom 16.12.1986 (BGBl. I, S. 2478). Richtlinie des Rates vom 05.03.1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, ABl. EG Nr. L 66 vom 16.03.1979, S. 21; Richtlinie des Rates vom 17.03.1980 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist, ABl. EG Nr. L 100 vom 17.04.1980, S. 1; Richtlinie des Rates vom 15.02.1982 über regelmäßige Informationen, die von Gesellschaften zu veröffentlichen sind, deren Aktien zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zugelassen sind, ABl. EG Nr. L 48 vom 22.02.1982, S. 26. Franke, Jörg, in: Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A., Handbuch des Kapitalanlagerechts, Stand: März 1999, Die rechtliche Ordnung des geregelten Kapitalmarkts, § 2 Rn. 74. Meyer/Bremer, a.a.O., § 36, S. 89. Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) vom 26. Juli 1994 (BGBl. I, S. 1749)

Weisgerber, Thomas/Jütten, Herbert, Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz, 1995, S. 226 f., 249 ff. Weisgerber/Jütten, a.a.O., S. 263. BGBl. I 1997, S. 2518 ff., S. 2567 ff. Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl. 1993 Nr. L 141/27. Richtlinie 93/6/EWG des Rates über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten, ABl. 1993 Nr. L 141/1. Weber-Rey/Baltzer, WM 1997, S. 2288; Wittich, WM 1998, S. 1526.

Weisgerber/Jütten, a.a.O., S. 259.

So stellte schon Göppert; Heinrich in: Das Recht der Börsen, 1932, S. 151 fest: „Die Erfahrungen aber zeigen, dass das Institut des Kursmaklers auch für die Ausübung der Börsenaufsicht von großer Bedeutung sein kann..... Wie stets, ist es eine Frage der Persönlichkeiten, ob sich das erforderliche Vertrauensverhältnis [zwischen Kursmakler und Börsenaufsicht] herstellen lässt. Jedenfalls sollte auch aus diesem Grunde der Verdrängung der Kursmakler aus dem Mittelpunkt des Verkehrs durch geeignete Maßnahmen stärkerer Widerstand geleistet werden.“

Freihube, Thorsten/Kehr, Carl-Heinrich/Krahen, Jan P./Theissen, Erik, Was leisten die Kursmakler? Eine empirische Untersuchung am Beispiel der Frankfurter Wertpapierbörse, Kredit und Kapital 1999, S. 426 ff. Siehe Näheres hierzu auf der Homepage der Kursmaklerkammer: <http://www.kursmakler-fwb.de>