



Universität Augsburg  
Prof. Dr. Hans Ulrich Buhl  
Kernkompetenzzentrum  
Finanz- & Informationsmanagement  
Lehrstuhl für BWL, Wirtschaftsinformatik,  
Informations- & Finanzmanagement

**UNIA**  
Universität  
Augsburg  
University

Diskussionspapier WI-146

## **Börsenwettbewerb über explizite Transaktionskosten auch beim Privatanleger?**

von

Dennis Kundisch, Matthias Henneberger, Carsten Holtmann<sup>1</sup>

September 2004

in: Österreichisches BankArchiv, 53, 2, 2005, S.117-129

<sup>1</sup> Lehrstuhl für Informationsbetriebswirtschaftslehre,  
Universität Karlsruhe (TH)

# **Börsenwettbewerb über explizite Transaktionskosten auch beim Privatanleger?**

Dr. Dennis Kundisch<sup>\*</sup>, Matthias Henneberger<sup>\*</sup> und Dr. Carsten Holtmann<sup>+</sup>

<sup>\*</sup>Lehrstuhl für BWL, Wirtschaftsinformatik und Financial Engineering  
Kernkompetenzzentrum IT & Finanzdienstleistungen  
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät  
Universität Augsburg  
Universitätsstrasse 16  
D-86135 Augsburg  
Telefon: +49-(0)821-598-4139 (Sekretariat)  
Fax: +49-(0)821-598-4225  
URL: <http://www.wi-if.de>  
Email: (dennis.kundisch|matthias.henneberger)@wiwi.uni-augsburg.de

<sup>+</sup>Lehrstuhl für Informationsbetriebswirtschaftslehre  
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften  
Universität Karlsruhe (TH)  
Englerstraße 14  
D-76131 Karlsruhe  
Telefon: +49-(0)721-608-8375  
Fax: +49-(0)721-608-8399  
URL: <http://www.iw.uni-karlsruhe.de>  
Email: carsten.holtmann@iw.uni-karlsruhe.de

# **Börsenwettbewerb über explizite Transaktionskosten auch beim Privatanleger?**

**Zusammenfassung:** Deutschland ist eines der wenigen Länder mit einer ausgeprägten Regionalbörsenstruktur. Diese Regionalbörsen stehen im Qualitäts- und Preiswettbewerb insbesondere um den Privatanleger zu einander sowie zum vollelektronischen XETRA-Handelssystem. Ein wesentlicher Einflussfaktor bei der Entscheidung eines Anlegers über die Durchführung einer Transaktion sind die ihm entstehenden Transaktionskosten. Da Privatanleger jedoch nicht direkt eine Wertpapiertransaktion an einer Börse durchführen können, sondern sich eines Intermediärs – bspw. eines Online-Brokers – bedienen müssen, werden die expliziten Transaktionskosten nicht nur von den Gebühren des jeweiligen Börsenplatzes, sondern auch maßgeblich von der Preisgestaltung des Intermediärs beeinflusst. In diesem Beitrag wird anhand der Analyse der Preis- und Leistungskomponenten einer Börsentransaktion auf der einen und vier exemplarischen Preismodellen von etablierten Online-Brokern auf der anderen Seite untersucht, inwieweit ein potenziell vorhandener Preiswettbewerb von deutschen Börsenplätzen beim Endkunden sichtbar wird. Es zeigt sich, dass der ohnehin moderate Wettbewerb durch ein dazwischen liegendes Preismodell eines Online-Brokers beim Endkunden in der Regel weder sichtbar noch deutlich spürbar wird. Gleichwohl sind durchaus Unterschiede im Ausmaß der Verzerrung durch die unterschiedlichen Preismodelle bei den untersuchten Online-Brokern festzustellen.

**Abstract:** Germany is one of the few countries with a vivid regional stock market structure. These regional stock markets – besides the fully electronic cash market trading system XETRA – specifically address the retail investor with their offerings and compete on price as well as on quality. Retail investors cannot perform a transaction at a stock market directly, but have to make use of an intermediary such as an online-broker. The explicit transaction costs are one important factor that influences the decision of a retail investor whether and where to perform a transaction or not. In this contribution on the one hand the services that are affiliated with a stock market transaction and on the other hand pricing schemes of four online-brokers are analyzed. The research question is whether a potentially present price competition by the stock markets and other affiliated service providers is visible for the retail investor with respect to the pricing scheme of his online-broker. In a nut shell, due to the pricing scheme of an online-broker which is primarily relevant for the retail investor, potentially existing price competition on the level of the stock markets does not become visible to him. However, differences can be reported in the distortions caused by the different pricing schemes of the analyzed online-brokers.

**Stichwörter:** Online-Brokerage, Preismodell, Börsenwettbewerb, explizite Transaktionskosten, Privatinvestor, Wertpapiertransaktion, Regionalbörse

**JEL-Classification:** G10, G24

# 1 Einführung

Die deutschen Börsen kämpfen im horizontalen Inter-Börsenwettbewerb um den Orderflow der Investoren.[1] Sie versuchen, auch für den Privatanleger attraktiv zu sein und sich von den Mitbewerbern zu differenzieren[2]. Differenzierung soll häufig im Hinblick auf das Merkmal der Preisqualität und die Reduzierung der Höhe der *impliziten Transaktionskosten* der Handelsteilnehmer erreicht werden: An vielen Börsenplätzen wurden die etablierten Handelsregeln ergänzt. Mit unterschiedlichen Bezeichnungen und – im Detail voneinander abweichenden – Leistungsmerkmalen wurden bspw. Best-Ausführungsgarantien eingeführt.[3] Gemeinsam ist diesen Angeboten, dass dem Privatanleger ein mindestens so guter Preis wie an Referenzmärkten zugesagt wird.[4] Für den Privatanleger ist aber insbesondere auch die Höhe der expliziten Transaktionskosten[5] von Bedeutung.[6] Diese stellen die Summe der Gebühren dar, die von den an der Börsentransaktion beteiligten Dienstleistern erhoben werden.

In seinem kürzlich erschienen Beitrag „Transaktionskosten der Börsen im deutschsprachigen Raum“ untersucht Kirschner Unterschiede der Gebühren bei den deutschen Regionalbörsen, XETRA sowie der Wiener und der Züricher Börse und analysiert damit dieses weitere wichtige Abgrenzungsmerkmal.[7] In seiner Analyse identifiziert er substantielle Gebührenunterschiede bei der vergleichenden Betrachtung der einzelnen Handelsplätze.

Diese Gebührenunterschiede haben in der Praxis bisher nicht dazu geführt, dass Zugangsintermediäre (wie bspw. Online-Broker) ihren Kunden den Zugang nur zu ausgewählten (Regional-) Börsenplätzen ermöglichen.[8] Vielmehr bleibt es dem Endkunden überlassen, sich transaktionsspezifisch zwischen den Ausführungsplätzen und damit den angebotenen Leistungen und Konditionen zu entscheiden. Aufgrund der unterschiedlichen Preismodelle[9] der *Online-Broker* werden die Gebührenmodelle der *Börsen* für den Privatanleger aber ggf. schwer vergleichbar, zumal vielen Anlegern nicht klar sein dürfte, welche Leistungskomponenten in die Abwicklung einer Börsentransaktion eingehen.

Ziel dieses Beitrages ist es daher, die Ergebnisse aus dem Artikel von Kirschner zu aktualisieren und zu ergänzen und mit der eigenen Analyse der Gebührenmodelle relevanter Online-Broker zusammenzuführen, um so einen Beitrag zur Beantwortung folgender Fragen zu leisten:

- 
- 1 Siehe zu den Erscheinungsformen des Börsenwettbewerbs z.B. *Picot/Bortenlänger/Röhl* (1996); *Röhl* (1996); *Rudolph/Röhl* (1997). Aktuell zum Börsenwettbewerb vgl. bspw. *Hammer* (2004).
  - 2 Die starke Orientierung der Regionalbörsen am Privatanleger wird in den entsprechenden Geschäftsberichten der Börsen explizit herausgestrichen. So versteht sich beispielsweise maxone an der Börse München „nicht als Konkurrenz, sondern als Ergänzung des Handelssystems XETRA“ für den Privatanleger (*Börse München* (2004a), S. 8ff.; vgl. auch: *Börse Stuttgart AG* (2003), S. 21).
  - 3 Düsseldorf: „Quality Trading“, Hamburg/Hannover: „Ausführungsgarantie“, München: „maxone“, Stuttgart: „Best-Price-Prinzip“.
  - 4 Unterschiedlich ist allerdings die Anzahl und Art in Frage kommender Referenzmärkte. Zudem gibt es eine Reihe von spezifischen Marktsegmenten, wie bspw. EUWAX (Stuttgart), Smart Trading (Frankfurt) und ZOBEX (Berlin) für Derivate und Optionsscheine, GEFOX (Düsseldorf) für geschlossene Immobilienfonds und Fonds-X (Hamburg) für den börslichen Handel von Investmentfondsanteilen um nur einige zu nennen.
  - 5 Zur Unterscheidung zwischen expliziten und impliziten Transaktionskosten siehe z.B. *Lüdecke* (1996) oder *Gomber* (2000).
  - 6 Vgl. dazu bspw. die Untersuchung von *Barber/Odean/Zheng* (2004) hinsichtlich der Ausgabeaufschläge bei Investmentfonds. Vgl. dazu auch *Picot/Bortenlänger/Röhl* (1996), S. 117: „...in einem globalen Finanzmarkt findet der Wertpapierhandel dort statt, wo er zu den geringsten Transaktionskosten durchgeführt werden kann.“
  - 7 Vgl. *Kirschner* (2003).
  - 8 Eine Ausnahme bildet hier der Online-Broker Fimatex, welcher derzeit keinen Zugang zu den Regionalbörsenplätzen Hannover und Hamburg anbietet (Stand März 2004).
  - 9 Die Begriffe Gebühren- und Preismodell werden synonym verwendet.

- Welche zentralen Leistungskomponenten umfasst die Dienstleistung „Abschluss eines Börsengeschäftes“ und welche Gebühren fallen dafür an?[10]
- Existiert ein Wettbewerb der Börsen um die Privatanleger über die Gebührenmodelle und wenn ja, bleibt dieser durch die Gebührenmodelle der Online-Broker für den Privatinvestor erkennbar und damit entscheidungsrelevant?

Zur Beantwortung dieser Fragen werden die Leistungskomponenten einer Börsentransaktion identifiziert und die dafür anfallenden Gebühren aufgeschlüsselt. Es wird analysiert, inwieweit diese Gebühren, die vom Zugangsintermediär an den Privatanleger weitergereicht werden, in den Preismodellen relevanter Online-Broker im deutschen Markt explizit ausgewiesen werden. Die Ausführungen beschränken sich dabei auf die deutschen Regionalbörsenplätze (Berlin[11], Düsseldorf, Hamburg, Hannover, Frankfurt (FWB), München, Stuttgart) sowie den elektronischen Handel auf XETRA.

Das weitere Vorgehen ist wie folgt: Zunächst werden die Dienstleistungen im Wertpapierhandel und die dazugehörigen Gebührenmodelle vorgestellt. In Abschnitt 3.1. wird kurz auf die Erscheinungsformen des Online-Brokerage eingegangen. Anschließend werden die Preismodelle von vier etablierten Online-Brokern im deutschen Markt vorgestellt und in Abschnitt 3.3 vor dem Hintergrund der Ergebnisse aus Abschnitt 2 verglichen und diskutiert. Eine Zusammenfassung und ein Ausblick runden den Beitrag ab.

## 2 Dienstleistungen und Gebührenmodelle im börslichen Wertpapierhandel

### 2.1 Dienstleistungen beim Börsenhandel

Für einen Handelsteilnehmer wird beim Börsenhandel die Dienstleistung „Abschluss eines Börsengeschäftes“ erbracht. Diese Dienstleistung setzt sich aus einzelnen Leistungen bzw. aus diversen Leistungskomponenten zusammen, an deren Bereitstellung unterschiedliche Anbieter beteiligt sind. Privatanleger verfügen regelmäßig nur über einen indirekten Zugang zu Börsen. Zum Handel müssen sie sich Zugangintermediären als direkten Handelsteilnehmern bedienen. Der Zugangsintermediär handelt im eigenen Namen und im Auftrag des Privatanlegers (Kommissionsgeschäft) am jeweilig spezifizierten Handelsplatz und führt dessen Depot und Konto (Depotgeschäft)[12]. Die Ermöglichung des Marktzugangs und das Kommissions-/Depotgeschäft sind die originären Kernleistungen der Online-Broker als hier im Vordergrund stehenden Zugangsintermediären; diese Leistungen können als **Marktzugangsleistung** beschrieben werden.

Typischerweise ist der Privatanleger ausschließlich für den Zugangsintermediär ein *direkter* Kunde; für die weiteren beteiligten Dienstleister stellt er ausschließlich einen *indirekten* Kunden dar. Deren Leistungen werden dem Privatanleger vom Zugangsintermediär in Rechnung gestellt und über diesen verrechnet.[13] In Abhängigkeit von der Ausgestaltung und Transparenz des Preismodells des Zugangsintermediärs werden die Preise der anderen Dienstleister für den Privatanleger sichtbar und damit ggf. beeinflussbar und entscheidungsrelevant.

---

10 Die zum Abschluss eines Börsengeschäfts nötigen (bank)internen Prozesse werden dabei nicht Gegenstand der Untersuchung sein.

11 Nach der Einstellung der Initiative der „Nasdaq Deutschland“ im Herbst 2003 findet derzeit in Bremen kein Handel statt. Daher wird der Handelsplatz Bremen in dieser Arbeit nicht weiter berücksichtigt.

12 In Einzelfällen kann die Brokerageleistung auch von mehreren Anbietern gemeinschaftlich erbracht werden. Bspw. bietet der Spezialbroker sino für seine Kunden den Marktzugang an, die Depotführung wird jedoch von Trinkaus & Burkhardt übernommen.

13 Gegenüber dem Privatanleger tritt der Zugangsintermediär als Verkäufer einer Art *System* oder *Composite Goods* auf; vgl. *Matutes/Regibeau* (1988).

Folgende weitere Leistungskomponenten ergänzen die originäre Dienstleistung der Online-Broker; sie können den einzelnen Phasen einer Wertpapiertransaktion zugeordnet werden:[14]

- **Informationsleistungen:** Informationsleistungen sind für den Privatanleger vor und nach Abschluss von Transaktionen notwendig. *Vor* dem Handel werden Informationen benötigt, um die Anlageentscheidung zu fundieren und auf Basis der aktuellen Marktlage treffen zu können. *Nach* dem Abschluss dienen sie zur Überwachung und ggf. zur Anpassung/Revidierung der Anlageentscheidung. Markt-Informationen bezieht der Zugangsintermediär typischerweise von spezialisierten Informationsdienstleistern (z.B. Reuters, Bloomberg) und stellt sie seinen Kunden kostenlos oder gegen ein (oftmals monatliches) Entgelt zur Verfügung; spezifische Informationen wie Echtzeitkurse werden typischerweise ab einem gewissen Umfang einzeln verrechnet.
- **Preisfindungsleistungen:** Bei deutschen Börsengeschäften erfolgt der Geschäftsabschluss der Order der Privatanleger an einer der Regionalbörsen oder im vollelektronischen Handelssystem XETRA. Die Gebühren, die für einen Geschäftsabschluss zu zahlen sind, differieren zwischen den einzelnen Börsen und in Abhängigkeit davon, ob z.B. ein Kursmakler in den Handel einbezogen wird. Die Börse berechnet transaktionsabhängige Gebühren bzw. Spesen typischerweise ausgehend von einem Mindestbetrag basierend auf dem Volumen des Geschäftes. Der Kursmakler erhält eine Courtage, die das Entgelt für seine Leistung als Preisfindungsintermediär bei der Zusammenführung von Handelswünschen darstellt und nach dem gleichen Muster wie die Börsenspesen berechnet werden. Neben diesen transaktionsabhängigen Gebühren, verlangen die Börsen z.B. jährliche Zugangsgebühren.
- **Abwicklungsleistungen:** Die Abwicklung der Geschäfte – d.h. die Übertragung und Verrechnung von Geld und Papieren – erfolgt durch ein Abwicklungsunternehmen in Kombination mit den Landeszentralbanken/der Bundesbank, welche die Depots und Konten der direkten Handelsteilnehmer führen.

Die folgenden Ausführungen veranschaulichen die konkreten Gebührenmodelle der Anbieter von Preisfindungs- und Abwicklungsleistungen, bevor die Preismodelle für die Zugangsleistungen der exemplarisch ausgewählten Online-Broker analysiert werden.

## ***2.2 Gebühren für die direkten Teilnehmer an deutschen Börsen***

Um einen Kundenauftrag an einer Börse abwickeln zu können, muss der Online-Broker am jeweiligen Handelsplatz zugelassen sein. Dafür werden von allen betrachteten Handelsplätzen einmalige fixe Zulassungsgebühren in unterschiedlicher Höhe sowie laufende jährliche Teilnahmegebühren erhoben (vgl. Tabelle 1).

---

14 Zu den Transaktionsphasen im Wertpapierhandel siehe *Picot/Bortenlänger/Röhl* (1996); zu Dienstleistungen von Börsen vgl. *Holtmann* (2004). Streng genommen könnten auch die Tätigkeiten der Markt- und Börsenaufsicht als Leistungen angesehen.

**Tabelle 1: Zulassungsgebühr und laufende Teilnahmegebühren[15]**

Börse	Teilnahmegebühren (jährlich)			Hebesatz (03/2004)	Zulassungsgebühren (einmalig)
	Minimum in €	Maximum in €	Anmerkung		
Berlin	1.500	6.000	4 Stufen zu jeweils 1.500 €	100%	Jahresbeitrag der Teilnahmegebühren
Düsseldorf	1.000	22.500	Nicht explizit festgelegt	100%*	Doppelter Jahresbeitrag der Teilnahmegebühren, falls schon Mitglied an anderer deutscher Wertpapierbörse, dann einfacher Jahresbeitrag
Frankfurt (FWB)	7.500	15.000	Unternehmen, die am Handel an der FWB ausschließlich via Xontro-Anschluss teilnehmen, haben eine Gebühr von 7.500 € Unternehmen, die im Präsenzhandel vor Ort durch Börsenhändler vertreten sind, eine Gebühr von 15.000 € zzgl. für jeden ab dem zweiten zugelassenen Händler 1.500 € zu entrichten.	Nicht vorhanden	Für Skontroführer 20.000 €, ansonsten keine
Hamburg	50	10.000	Nicht explizit festgelegt	Nicht vorhanden	Jahresbeitrag der Teilnahmegebühren
Hannover	50	20.000	Nicht explizit festgelegt	Nicht vorhanden	5.000 €
München	500	7.000	15 Stufen mit Schritten von 250 € oder 500 €, Spezialisten: zusätzlich 35.000 €	350%	1.500 €
Stuttgart	1.200	6.100	Stufenstaffelung, Skontroführer zusätzlich 5.000 €	Nicht vorhanden	1.800 – 6.100 € für Skontroführer 35.000 €
XETRA: 2 Standleitungen	37.500	37.500	Teilnahmegebühr und Anbindungsentgelt für den Handel im XETRA-Handelssystem	Nicht vorhanden	Keine
XETRA: 1 Standleitung, 1 Internet	28.500	28.500			
XETRA: Internet	10.500	10.500			
@XETRA Wokstation	13.500	13.500			

\* Der Hebesatz ist in Düsseldorf zwar in der Gebührenordnung vorgesehen, wird jedoch nach Aussage der Börse nicht genutzt. Vielmehr wird die Teilnahmegebühr individuell innerhalb des breiten Intervalls von minimaler und maximaler Teilnahmegebühren festgelegt.

Insbesondere die Teilnahmegebühren variieren nach dem Volumen des erwarteten oder bisherigen Umsatzvolumens am jeweiligen Handelsplatz[16] und werden von der Börse jährlich festgelegt. Die Unterschiede in den offiziellen Gebührenordnungen sind zwischen den Börsenplätzen beträchtlich. Die Börsen in Berlin, Düsseldorf, München sehen in ihren Gebührenordnungen einen Hebesatz vor, der jährlich angepasst werden kann. So kann auf etwaige Marktentwicklungen flexibler reagiert werden.

Zusätzlich zu den jährlichen Teilnahmegebühren der Regionalbörsen fallen für die direkten Handelsteilnehmer monatliche Gebühren für die Nutzung des **Xontro Systems** an, sofern Sie am Handel an mindestens einer Regionalbörse teilnehmen möchten. Xontro ist das elektronische

15 Die Tabelle basiert auf *Börse Berlin-Bremen* (2004), *Börse Düsseldorf* (2004), *Börse München* (2004b), *Börse Stuttgart* (2004), *Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg* (2004), *Niedersächsische Börse zu Hannover* (2003), *Deutsche Börse AG* (2003), *Deutsche Börse AG* (2004) sowie zahlreichen Emails und persönlichen Telefonaten mit den einzelnen Börsenplätzen.

16 Bspw. in der Gebührenordnung der Börse Stuttgart ist diesbezüglich in § 2 Abs. 2 zu lesen „Für die Eingruppierung ist die Bedeutung des Unternehmens im Wertpapiergeschäft sowie dessen mutmaßliches Interesse an der Börseneinrichtung maßgebend.“

sche, maklergestützte Handels- und Abwicklungssystem der Regional- bzw. Skontroführerbörsen. Zur Anbindung an Xontro stehen grundsätzlich drei Möglichkeiten zur Auswahl:[17]

- a) **Dialoganschluss (Terminalanschluss):** Mit dem Xontro-Dialoganschluss werden von der Deutschen Börse AG alle benötigten Funktionen, wie Ordereingabe, -änderung und -löschung bereitgestellt, ohne dass neben den an den jeweiligen Börsen zu entrichtenden Zulassungs- bzw. Teilnahmegebühren eine zusätzliche Xontro-Anschlussgebühr notwendig wäre. Ein Dialoganschluss eignet sich für Handelsteilnehmer mit kleinem und mittlerem Orderaufkommen und wird oft als Backup-Lösung für Systemanschlüsse oder als temporäre Lösung verwendet.
- b) **Systemanschluss:** Börsenteilnehmer, die aufgrund hoher Ordervolumina eigene Wertpapierhandels- und Abwicklungssysteme betreiben, können diese direkt per Systemschnittstelle mit dem Großrechner der Deutsche Börse AG verbinden. Hierbei ist unabhängig davon, an wie vielen deutschen Börsenplätzen eine Zulassung besteht, eine Systemanschluss-Grundgebühr von 7.500 €pro Monat zu entrichten.[18]
- c) **OLGA-Anschluss:** Die Deutsche WertpapierService Bank AG[19] bietet mit der sogenannten OLGA-Handelsabwicklung ein integriertes Wertpapierhandels- und -abwicklungssystem an, welches Kreditinstituten mit geringerem Orderaufkommen die Anbindung an Xontro ermöglicht. Die Kosten eines derartigen Anschlusses konnten auch auf Anfrage hin nicht ermittelt werden.

### 2.3 Gebühren für Preisfindungsleistungen

Die im Handel an inländischen Börsen, mit Ausnahme von XETRA, für jede Börsentransaktion zu zahlende Maklercourtage berechnet sich in Basispunkten (bp) vom Ordervolumen. Tabelle 2 fasst die jeweils anfallenden Gebühren, die Ober- und Untergrenzen sowie die geltenden Ausnahmen an den betrachteten Börsenplätzen zusammen. Nicht dargestellt ist die Maklercourtage für den Handel in Rentenpapieren, für welchen andere Staffellungen gelten.

**Tabelle 2: Maklercourtage bzw. Systemgebühr für Orderausführung[20]**

Börse	Variabler Anteil	Ausnahme	Mindest-/Maximumspesen in €	Sonstige Bemerkungen
Berlin	8 bp	DAX-Wert: 4 bp	0,75 / -	Deutschlandweite Übereinkunft zwischen den Regionalbörsen über die Höhe der Maklercourtage
Düsseldorf	8 bp	DAX-Wert: 4 bp	0,75 / -	
Frankfurt	8 bp	DAX-Wert: 4 bp	0,75 / -	
Hamburg	8 bp	DAX-Wert: 4 bp	0,75 / -	
Hannover	8 bp	DAX-Wert: 4 bp	0,75 / -	
München	8 bp	DAX-Wert: 4 bp	0,75 / -	
Stuttgart	8 bp	DAX-Wert: 4 bp	0,75 / -	
XETRA: High Volume	0,56 bp	Keine	0,70 / 21,00	20.000€Mindestgebühren
XETRA: Medium Volume	0,588 bp	Keine	0,73 / 22,05	5.000€Mindestgebühren
XETRA: Low Volume	0,644 bp	Keine	0,80 / 24,15	2.000€Mindestgebühren

17 Vgl. *BrainTrade* (2004b), S.12.

18 München besitzt im Gegensatz zu den übrigen Regionalbörsen ein eigenes Handelssystem (maxone). Der Xontro-Systemanschluss bietet jedoch auch eine Schnittstelle zu maxone. Darüber hinaus ist über einen Xontro-Systemanschluss eine Anbindung an XETRA über eine entsprechende Schnittstelle möglich; vgl. *Deutsche Börse Systems, BrainTrade* (2004), S.8-9.

19 Die Deutsche WertpapierService Bank AG ist aus den Zusammenschluss der Bank für Wertpapierservice und -systeme AG und der WertpapierService Bank AG hervorgegangen.

20 Tabelle 2 basiert auf den bereits für Tabelle 1 genannten Quellen. Auf die Darstellung des Internalisierungssystems XETRA Best wurde hier verzichtet.



Im XETRA-Handel erfolgt die Preisfeststellung vollelektronisch, d.h. ohne Beteiligung eines Maklers. Statt einer Maklercourtage wird eine XETRA-Systemgebühr erhoben. Kommt es bei der Ausführung von Börsentransaktionen zu Teilausführungen, so fällt die Maklercourtage bzw. Systemgebühr erneut an. Eine Ausnahme bilden taggleich ausgeführte Teilausführungen einer Order im XETRA-Handel – diese werden von der Deutsche Börse AG nicht gesondert berechnet.[21]

Wertpapierorders an den deutschen Regionalbörsen werden im elektronischen Handelssystem Xontro erfasst und verarbeitet. Bei Abschluss einer Transaktion wird eine Xontro-Schlussnote erzeugt, welche die durchgeführte Transaktion bestätigt und Informationen, beispielsweise über Teilausführungen oder Gebühren enthält. Die Schlussnote dokumentiert das Zustandekommen des Börsengeschäftes. Für die Erstellung und Übermittlung der Schlussnote ist von den direkten Handelsteilnehmern, pro Transaktion eine je nach Börsenplatz unterschiedliche Gebühr zu entrichten (siehe Tabelle 3). Die Schlussnotengebühren werden dabei von der Deutschen Börse Systems als Inkasso-Beauftragter im Auftrag der Regionalbörsen erhoben.[22] Darüber hinaus wird den am System Xontro angeschlossenen Handelsteilnehmern eine pro Börsenplatz einheitliche monatliche Abwicklungspauschale[23] von 55 € in Rechnung gestellt.

Im XETRA-Handelssystem werden Transaktionen automatisch durch Trade Confirmations bestätigt, ohne dass hierfür gesonderte Gebühren anfallen. Optional ist es jedoch möglich auch im XETRA-Handel Schlussnoten in einem den Xontro-Schlussnoten entsprechenden Format zu beziehen, wofür ein Entgelt von 0,06 € pro Schlussnote berechnet wird.

**Tabelle 3: Schlussnotengebühren[24]**

	<b>Berlin</b>	<b>Düsseldorf</b>	<b>Frankfurt</b>	<b>Hamburg</b>	<b>Hannover</b>	<b>München</b>	<b>Stuttgart</b>
Schlussnote in €	1,75	1,75	1,75	1,70	1,70	1,00	1,74
Abwicklungspauschale (mtl.) in €	55,00	55,00	55,00	55,00	55,00	55,00	55,00

## **2.4 Gebühren für Abwicklungsleistungen[25]**

Nach dem Zustandekommen eines Wertpapiergeschäftes werden zunächst im Rahmen des so genannten Clearing die jeweiligen Positionen der Handelsteilnehmer und deren Verpflichtungen hinsichtlich der Lieferung bzw. Bezahlung der Wertpapiere festgestellt. Im nächsten Schritt erfolgt anschließend die eigentliche Abwicklung, das so genannte Settlement des Börsengeschäftes. Im Falle girosammelverwahrter Wertpapiere umfasst dies die Wertpapiergutschrift auf dem Wertpapiersammelbank-Konto des kaufenden Handelsteilnehmers und die Gutschrift des Geldbetrages auf dem Zentralbankkonto des verkaufenden Handelsteilnehmers. Neben dem Clearing und Settlement existieren weitere Abwicklungsleistungen, die sich auf die Verwahrung und Verwaltung der Wertpapiere (Custody) beziehen.

In Deutschland übernimmt die Clearstream Banking AG die Abwicklung von Börsengeschäften. Die an inländischen Börsen durchgeführten Transaktionen werden an Clearstream gemeldet. Als Wertpapiersammelbank ist die Clearstream Banking AG für die Verwahrung der Wertpapiere verantwortlich und führt Depots für die am Börsenhandel teilnehmenden Kredit-

21 Deutsche Börse AG (2003).

22 BrainTrade (2004a).

23 Der Begriff Abwicklungspauschale bedeutet nicht, dass es sich um ein Entgelt für Abwicklungsleistungen im Sinne dieses Artikels handelt. Stattdessen umfasst die Pauschale Leistungen, die im Rahmen des Xontro-Handelssystems zum Abschluss der Preisfindungsphase erbracht werden und ist daher auch dieser zuzurechnen.

24 BrainTrade (2004a).

25 Die Angaben des folgenden Abschnitts (inklusive Tabellen) beruhen auf den Preisverzeichnissen der Clearstream Banking AG (2003) und der Eurex Clearing AG (2004).

institute und Finanzdienstleister. Gebühren erhebt die Clearstream Banking AG für die Depotführung, im Umsatzgeschäft für die Verbuchung der Wertpapiertransaktionen und für Depot-services.

**Depotführungsgebühren** werden monatlich erhoben und in Basispunkten vom Depotbestand auf Basis eines gestaffelten Modells berechnet. Für verschiedene Wertpapierkategorien gelten hierbei jeweils unterschiedliche Gebühren. Tabelle 4 zeigt die Gebührenstaffel für Aktien, Investmentfonds und ähnliche Papiere. Die Gesamtgebühr pro Wertpapierkategorie errechnet sich kumulativ aus den in die jeweilige Preiskategorie fallenden Anteilen am Depotwert. Beträgt der Depotwert an Aktien, Investmentfonds und ähnlichen Papieren beispielsweise 150 Mio. Euro, so werden die ersten 100 Mio. € mit 0,2 bp, die übrigen 50 Mio. € mit 0,175 bp verrechnet.

**Tabelle 4: Depotführungsgebühren p.a. der Clearstream Banking AG**

Depotwert (Kurswert) (in Mio. €)	Depotführungsgebühren für Aktien, Investmentfonds und ähnliche Papiere (in bp, zzgl. MwSt.)	Durchschnittliche Depotführungsgebühren für Aktien, Investmentfonds und ähnliche Papiere (in bp, zzgl. MwSt.)	
		Untergrenze	Obergrenze
0 bis 100	0,200	0,200	0,200
über 100 bis 250	0,175	0,200	0,185
über 250 bis 500	0,150	0,185	0,168
über 500 bis 1.000	0,125	0,168	0,146
über 1.000 bis 5.000	0,100	0,146	0,109
über 5.000 bis 10.000	0,080	0,109	0,095
über 10.000 bis 25.000	0,060	0,095	0,074
über 25.000 bis 100.000	0,040	0,074	0,048
über 100.000	0,020	0,048	0,020

Gebühren im **Umsatzgeschäft** werden ebenfalls monatlich erhoben. Für girosammelverwahrte inländische Aktien sind pro Buchungsposten 0,85 € zzgl. 0,30 € Zahlungsverkehrsumsatz (beides Mehrwertsteuer-frei) zu entrichten. Diese Gebühren werden beiden an einer Börsentransaktion beteiligten Partnern in Rechnung gestellt. Für die Umschreibung von Namensaktien stellt die Clearstream Banking AG dem Erwerber der Aktien zudem 0,50 € (zzgl. MwSt.) in Rechnung. Abhängig vom monatlichen Gesamtaufkommen wird für die im Umsatzgeschäft erhobenen Gebühren ein Rabatt gewährt. In Tabelle 5 ist die Rabattstaffel dargestellt. Weitere spezifische Leistungen der Clearstream Banking AG im Rahmen des Umsatzgeschäftes oder Depotservices (z.B. die Ein-/ Auslieferung effektiver Stücke oder die Änderung von Aktiönärsdaten bei Namensaktien) werden in die weiteren Überlegungen nicht einbezogen.

**Tabelle 5: Rabattstaffel für die Gebühren im Umsatzgeschäft der Clearstream Banking AG**

Anzahl Buchungsposten/Monat (Gutschriften und Belastungen)	Rabatt	Kosten pro Buchung pro Marktteilnehmer
Ab 5.000	5,0%	1,09 €
Ab 10.000	10,0%	1,04 €
Ab 20.000	12,5%	1,01 €
Ab 50.000	15,0%	0,98 €

Seit 2003 existiert neben der Clearstream Banking AG die Eurex Clearing AG als zentraler Kontrahent bei Aktiengeschäften, die an der Frankfurter Wertpapierbörse oder auf XETRA abgeschlossen werden.[26] Die Eurex Clearing AG fungiert dabei als zentrale Gegenpartei für die an einer Wertpapiertransaktion beteiligten Handelspartner und übernimmt das Clearing der Börsengeschäfte, während die eigentliche Abwicklung weiterhin von der Clearstream Banking AG wahrgenommen wird. Durch ein als „Netting“ bezeichnetes Verfahren werden die Käufe und Verkäufe eines Teilnehmers gegeneinander aufgerechnet und nur noch der dar-

26 Diese Regelung betrifft (momentan) nur deutsche, auf XETRA handelbare, girosammelverwahrte Aktien.

aus entstehende Saldo nach dem Prinzip „Lieferung gegen Zahlung“ abgerechnet: „Die Eurex Clearing AG [erhebt] Entgelte für die Regulierung, Abwicklung und das von ihr durchgeführte Clearing sowie die in diesem Zusammenhang von ihr erbrachten Dienstleistungen („Services“) einschließlich des von der Clearstream Banking AG, Frankfurt, vorgenommene Settlement“.[27] Durch diese Maßnahme sollen die Abwicklungskosten im Wertpapiergeschäft gesenkt, die Anonymität der Handelsteilnehmer erhöht und das Kontrahentenrisiko gesenkt werden.

Die Gebühren unterscheiden sich danach, welche Verfahrensweise zum Einsatz kommt; wahlweise Brutto- oder Nettoverarbeitung unter Anwendung des Netting-Verfahrens. Während im ersten Fall pro Transaktion ein Entgelt von 0,70 € gilt, errechnet sich die Gebühr im zweiten Fall anhand einer Staffelung, „die auf der Anzahl der für die Nettoverarbeitung gekennzeichneten Transaktionen pro „Settlement-Netting-Einheit“ und je Tag basiert.“[28] Eine „Settlement-Netting-Einheit“ bildet dabei eine für die Nettoverarbeitung vorgesehene Einheit gleichartiger Kauf- und Verkaufsgeschäfte, die vor dem Settlement verrechnet werden können. Die Festlegung für welche Wertpapiere Settlement-Netting-Einheiten gebildet werden und welche Wertpapiertransaktionen nicht in die Netto- sondern in die Bruttoverarbeitung eingehen sollen obliegt dem Clearing Mitglied.

**Tabelle 6: Gebührenstaffel im Nettoverfahren der Eurex Clearing AG**

Anzahl Transaktionen pro „Settlement-Netting-Einheit“ / je Tag:	Entgelt pro Transaktion (FWB Präsenzhandel und XETRA):
von 1 bis 1.000	0,55 €
von 1.001 bis 2.500	0,53 €
von 2.501 bis 5.000	0,51 €
von 5.001 bis 10.000	0,49 €
von 10.001 bis 20.000	0,47 €
über 20.000	0,45 €

In beiden Fällen (Brutto- und Nettoverarbeitung) werden Teilausführungen jeweils als eine eigene Transaktion behandelt. Zudem verstehen sich die oben genannten Entgelte ohne die zusätzlich anfallende gesetzliche Umsatzsteuer.

## 2.5 Diskussion der Leistungen und Gebühren

Diverse spezialisierte Anbieter sind an der Erstellung der Leistung „Abschluss eines Börsengeschäftes“ beteiligt. Die Gebührenmodelle für diese Leistungen sind dabei höchst unterschiedlich. Folgende Punkte lassen sich festhalten:

- **Gebühren für die direkten Teilnehmer an deutschen Börsen:** Die Unterschiede insbesondere bei den in den offiziellen Gebührenordnungen festgeschriebenen Teilnahmegebühren sind sowohl innerhalb eines Börsenplatzes auf Grund des breiten Intervalls zwischen den minimalen und maximalen Teilnahmegebühren (bspw. Hannover von 50 € bis 20.000 €) als auch zwischen den Börsenplätzen (bspw. Düsseldorf maximal 22.500 € vs. Berlin maximal 6.000 €) sehr unterschiedlich. Gemein ist den Teilnahme- und Zulassungsgebühren, dass diese für die Zugangsintermediäre (weitestgehend) unabhängig vom einzelnen Kundenauftrag als Fixkosten anfallen. Gleiches gilt für die Xontro-Gebühr, welche zu Fixkosten führt und sogar unabhängig vom Anschluss an mehrere Regionalbörsenplätze anfällt.
- **Preisfindungsleistungen:** Die Maklercourtage stellt für den Online-Broker variable Kosten dar, die unkompliziert durchgereicht werden könnten. Derzeitig unterscheiden sich die Gebührenmodelle der Börsen allerdings kaum. Einzig zwischen XETRA und den Regio-

27 Eurex Clearing AG (2004).

28 Eurex Clearing AG (2004).

nalbörsen bestehen grundsätzliche Unterschiede – XETRA ist teilweise um mehr als das 14fache günstiger. Jedoch wird für das Geschäft eines Privatanleger auf XETRA meist die Mindestcourtage zwischen 0,70 € und 0,80 € (je nach XETRA-Gebührenmodell) ausgelöst, liegt dieses doch für gewöhnlich unter 12.000 € (vgl. Tabelle 7). Der vermeintlich große Preisvorteil von XETRA relativiert sich damit für den Privatanleger mit seinen i.d.R. kleinvolumigen Geschäften.

**Tabelle 7: Kritisches Ordervolumen zur Auslösung der Mindestcourtage**

Basispunkte	Mindestcourtage in €	Kritisches Ordervolumen in € bis zu dem die Mindestcourtage fällig wird
8	0,75	937,50
4	0,75	1.875,00
0,644	0,80	12.422,36
0,588	0,73	12.414,97
0,56	0,70	12.500,00

Auch die Schlussnotengebühren stellen variable Kosten dar, die ebenfalls relativ einfach weitergereicht werden könnten. Insbesondere die Börse München ist hier wesentlich günstiger (1 €) als alle anderen Regionalbörsen (1,70 € bis 1,75 €). Die Abwicklungspauschale beträgt unabhängig vom Regionalbörsenplatz und der Anzahl der vom Broker weitergegebenen Orders je 55 € pro Monat und stellt für den Zugangsintermediär Fixkosten dar.

- **Abwicklungsleistungen:** Im Rahmen der Abwicklung von Wertpapiergeschäften wurden zum einen Depotführungsgebühren und zum anderen Gebühren für das Clearing und Settlement der Clearstream Banking AG und der Eurex Clearing AG dargestellt. Mit Ausnahme der Depotführungsgebühren könnten diese einem Geschäft direkt zugerechnet werden und damit von einem Online-Broker als variable Kosten behandelt werden. Unterschiede zwischen den Börsenplätzen ergeben sich dabei durch die Existenz des zentralen Kontrahenten im Aktienhandel an der Frankfurter Wertpapierbörse und im XETRA-Handel. Ein Vergleich der Gebühren zeigt, dass über den zentralen Kontrahenten abgewickelte Transaktionen – selbst ohne Anwendung der Nettoverarbeitung – deutlich geringere Abwicklungskosten verursachen.[29]

Nach der Analyse der Leistungen und Gebühren, welche aus Sicht eines Zugangsintermediärs für die Durchführung von Kundenaufträgen anfallen, werden nun die Preismodelle von vier im deutschen Markt fest etablierten Online-Brokern vorgestellt und hinsichtlich der Art und Transparenz der Weitergabe der entstandenen Kosten an den Kunden diskutiert. Dabei steht die Ausgangsfragestellung im Vordergrund, inwieweit die unterschiedlichen Gebührenmodelle der Börsen für den Endkunden sichtbar und entscheidungsrelevant bleiben.

29 Die effektiven Einsparungen sind jedoch insoweit zu relativieren, als die Einführung des zentralen Kontrahenten für die Handelsteilnehmer mit teilweise erheblichen Investitionen in die Anpassung interner Systeme und Infrastrukturen verbunden ist. Hinzu kommt, dass der zentrale Kontrahent bisher nur deutsche, auf XETRA handelbare, girosammelverwahrte Aktien einbezieht, so dass für alle weiteren Wertpapiergattungen neben den neuen weiterhin auch die alten Prozesse fortgeführt werden müssen; vgl. *Kalbhenn* (2002).

## 3 Analyse der Preismodelle der Online-Broker

### 3.1 Erscheinungsformen des Online-Brokerage

Zugangsintermediäre sind Banken, die ihren Kunden Wertpapierdienstleistungen anbieten. Als Mitglieder der so genannten sell-side handeln sie Wertpapiere *an Stelle* ihrer – und nicht wie Dealer (z.B. Market Maker, Kursmakler, etc.) *mit* ihren – Kunden.[30] Anders formuliert, führen sie Geschäfte im eigenen Namen und für die Rechnung ihrer Kunden aus.[31]

Seit Anfang der 90er Jahre hat sich – insbesondere unter dem Einfluss der Informationstechnologie – ihre Erscheinungsform verändert.[32] Der Begriff des Brokers wird heute, mit entsprechenden begrifflichen Zusätzen wie *Direct* oder *Discount*, zumeist für unterschiedliche Arten von Wertpapierdienstleistern verwendet, die Privatinvestoren den Wertpapierhandel ermöglichen, indem sie ihnen den Zugang zu Wertpapiermärkten verschaffen. Als Zugangsintermediäre bieten sie seit Anfang der 90er Jahre weitgehend technische Infrastrukturen, die die Erfassung und Weiterleitung von Kundenaufträgen sowie die Verwaltung der Depots und Konten ermöglichen.[33]

Der Begriff des Online-Brokers (bzw. synonym oft auch E-Broker) wurde seit Beginn der intensiven Nutzung des Internets weitgehend als Überbegriff verwandt und hat daher über die Zeit Charakterzüge unterschiedlicher technischer Entwicklungsstufen und Leistungsangebote angenommen. Ausgehend von den ersten Direct-Brokern, die eine klare Kostenführerschaftsstrategie aufwiesen, haben sich – häufig als Töchterunternehmen deutscher oder internationaler Großbanken – Direct-Broker mit breiterem Leistungsspektrum und weniger stark ausgeprägtem Discount-Charakter etabliert.

Als Online-Broker werden in den weiteren Ausführungen diejenigen Anbieter erfasst, deren Kerngeschäft vornehmlich die Verschaffung von Marktzugang sowie das Orderrouting sind und die ihre Leistungen *vornehmlich* über elektronische Vertriebskanäle erbringen. Es wird derjenige Teil des Leistungsangebots fokussiert, der Privatanlegern beim Internet-basierten Handel an einer deutschen Börse entsteht (nationales Internet-Brokerage).

### 3.2 Darstellung der Preismodelle ausgewählter Online-Broker

Vor dem Hintergrund der zu untersuchenden Fragestellung interessieren im Folgenden diejenigen Gebühren, die in unmittelbarem Zusammenhang mit der in Anspruch genommenen Dienstleistung „Abschluss eines Börsengeschäftes“ stehen. Es sind somit die Gebühren zu betrachten, die dem Privatanleger für die Durchführung eines Börsengeschäftes vom Online-Broker in Rechnung gestellt werden. Die Darstellung beschränkt sich dabei auf via Internet aufgegebene Aktienorders[34] an einer deutschen Börse. Diese Gebühren, die für die Leistungen des Online-Brokers und die von diesem bezogenen Vorleistungen anfallen, sind für den Privatanleger explizite Transaktionskosten.

Einen wesentlichen Bestandteil der Transaktionskosten bildet die *Orderprovision*. Die Berechnung der Provision erfolgt im Allgemeinen in Abhängigkeit vom Transaktionsvolumen, wobei unterschiedliche Ausgestaltungsformen denkbar sind. Darüber hinaus wird von einigen

---

30 Vgl. Harris (2002).

31 Siehe dazu auch §2(3) Wertpapierhandelsgesetz.

32 Vgl. SEC (1999).

33 Vgl. Weinhardt, Gomber et al. (1999).

34 Die Ergebnisse lassen sich weitgehend unverändert auf andere börslich gehandelte Wertpapiergattungen, wie Optionsscheine, Aktienzertifikate oder Fonds (ausgenommen direkt im außerbörslichen Handel gekaufte Investmentfonds) übertragen. Dem Handel mit festverzinslichen Wertpapieren liegen dagegen im Allgemeinen zumindest hinsichtlich der Maklercourtage andere Preismodelle zugrunde, auf die hier nicht weiter eingegangen werden soll.

Online-Brokern eine – gegebenenfalls nach Handelsplätzen differenzierte – *Börsenplatzgebühr* berechnet. In Abhängigkeit vom Preismodell fallen zudem Gebühren für das Setzen eines *Orderlimits*, für eine nachträgliche *Änderung* oder *Streichung* einer – noch nicht ausgeführten – Order oder für *Teilausführungen* an.

Zusätzlich zu diesen in den Preisverzeichnissen und Wertpapierabrechnungen der Broker nach Art und Höhe ausgewiesenen Kosten werden gegebenenfalls weitere, meist als „fremde Spesen“ bezeichnete und in den Preisverzeichnissen nicht näher spezifizierte, Gebühren belastet. Dahinter können sich beispielsweise die am jeweiligen Börsenplatz anfallende Maklercourtage, eine XETRA-Handelsgebühr, Clearinggebühren oder die Schlussnoten-Gebühr verbergen. Werden Namensaktien geordert, so fallen unter Umständen weitere Kosten für die Eintragung ins Aktionärsregister an. Nicht in den Preisverzeichnissen enthaltene Informationen bzgl. zusätzlicher Gebühren konnten durch Anfragen und Testkäufe ermittelt werden.

Im Folgenden wird die konkrete Ausgestaltung der Preismodelle der ausgewählten Online-Broker kurz skizziert. Die Angaben beziehen sich jeweils auf die Standardtarife der Online-Broker. Sonderkonditionen, die besonders aktiven Tradern (beispielsweise in Form so genannter Community-Konzepte[35]) gewährt werden, wurden nicht berücksichtigt. Für die Analyse wurden die in Deutschland ansässigen Online-Broker *Cortal Consors*, *comdirect*, *DAB bank* und *maxblue* ausgewählt. Diese bieten ein vergleichbares Leistungsspektrum hinsichtlich des Zugangs zu Märkten sowie bezüglich der Bereitstellung von Marktinformationen und Analyse-Tools. Auch hinsichtlich der gemeldeten Depotzahlen in Deutschland bewegen sich diese alle auf vergleichbarem Niveau (> 400.000).

### 3.2.1 Comdirect[36]

Orderprovisionen werden bei der comdirect auf der Basis eines sprungfixen Modells berechnet. Während eine Order mit einem Volumen unter 5.000 € 12 € kostet, erhöht sich dieser Betrag ab 5.000,01 € auf 21 €, ab 10.000,01 € auf 39 € und ab 15.000,01 € auf 57 €. Damit ergibt sich eine minimale Orderprovision von 12 € und eine maximale von 57 €. Hinzu kommt eine Börsengebühr von 0,0015% des Ordervolumens, jedoch mindestens 1,50 € für den XETRA-Handel sowie 0,0025% des Volumens und minimal 2,50 € für die übrigen inländischen Börsen. Die Gebühren für Limitsetzung, Orderänderung und Orderstreichung betragen jeweils 2,50 €, wobei eine Limitgebühr nur anfällt, wenn eine aufgegebenen Order nicht ausgeführt werden konnte. Teilausführungen werden wie separate Orders gehandhabt.

Im Preisverzeichnis findet sich darüber hinaus der Hinweis, dass die Comdirect „zusätzlich zu den Transaktionsprovisionen [...], die ihr bei der Auftragsausführung von Dritten berechneten Auslagen und fremde Kosten in Rechnung stellen“ wird. Hierbei handelt es sich um die Maklercourtage sowie um beim Kauf von Namensaktien entstehende Kosten für die Eintragung ins Aktionärsregister. Letztere stellen fremde Spesen dar, die der Comdirect von der Clearstream Banking AG in Rechnung gestellt und an die Kunden weitergegeben werden. Auf Anfrage konnte ermittelt werden, dass diese Gebühr 0,93 € inklusive Mehrwertsteuer beträgt.

### 3.2.2 Cortal Consors[37]

Cortal Consors berechnet die Orderprovisionen ausgehend von einem Grundpreis von 4,95 € prozentual mit einem Provisionssatz von 0,25%, wobei jedoch mindestens 9,95 € und höchstens 69 € in Rechnung gestellt werden. Hinzu kommt eine börsenplatzabhängige Gebühr von 0,95 € im XETRA-Handel und 2,50 € für alle anderen Börsen. Die Maklercourtage ist hierbei

---

35 Beispiele hierfür sind die DAB bank, mit ihren Communities „active“ und „elite“, Cortal Consors bspw. mit den Communities „Startrader“ und „Platinumtrader“ oder die Comdirect mit der „Trade Society“.

36 Dieser Abschnitt sowie darin enthaltene wörtliche Zitate basieren auf *Comdirect bank* (2003).

37 Dieser Abschnitt sowie darin enthaltene wörtliche Zitate basieren auf *Cortal Consors* (2003).

nicht mit eingeschlossen und wird gesondert berechnet. Zudem fällt beim Kauf von Namensaktien eine Einschreibgebühr von 1,95 € an. Das Setzen eines Limits kostet ebenso wie die Änderung oder Streichung einer bereits aufgegebenen Order 2,50 € Teilausführungen werden wie separate Orders gehandhabt, d.h. sämtliche Gebühren fallen pro Teilausführung an.

Weitere etwaige im Preisverzeichnis nicht aufgeführte Gebühren werden nicht berechnet.

### 3.2.3 DAB bank[38]

Die DAB bank berechnet eine Orderprovision von 0,25% des Transaktionsvolumens zuzüglich eines Grundpreises von 7,95 € Unterhalb der 2.000 € Grenze wird auf eine prozentuale Berechnung verzichtet und 5 € zzgl. des Grundpreises, also insgesamt 12,95 € veranschlagt. Eine Gebührendeckelung nach oben ist im sogenannten classic-Tarif nicht vorgesehen. Während eine Limitsetzung bei der DAB bank kostenlos erfolgen kann, wird für die Streichung oder Änderung von Orders 2,50 € berechnet. Die Einschreibgebühr für Namensaktien beträgt laut Preisverzeichnis 0,93 €

Darüber hinaus fallen im Allgemeinen weitere im gültigen Preisverzeichnis als „fremde Kosten und Spesen“ bezeichnete, jedoch nicht näher spezifizierte Gebühren an. Diese umfassen die jeweilige Maklercourtage sowie pro Ausführung ein zusätzliches Entgelt von 0,40 € (in der Wertpapierabrechnung ausgewiesen als „Maklercourtage und fremde Spesen Xontro“). Im XETRA-Handel werden pro Order 0,0059% des Transaktionsvolumens berechnet, wobei die Gesamtgebühr mindestens 0,74 € und höchstens 22 € beträgt.[39] Auch hier werden zusätzlich pro Ausführung 0,40 € in Rechnung gestellt.

Teilausführungen behandelt die DAB bank wie separate Orders. Sämtliche Gebühren, inklusive der „fremden Kosten und Spesen“ fallen dementsprechend pro Teilausführung an.

### 3.2.4 Maxblue[40]

Maxblue, das Online-Brokerage-Angebot der Deutsche Bank AG[41], besitzt ein vergleichsweise einfaches Preismodell. Für Orders an deutschen Börsenplätzen mit einem Ordervolumen bis 10.000 € werden 19,99 € darüber pauschal 34,99 € veranschlagt. Für limitierte Orders wird bei maxblue keine Gebühr verlangt. Eine Orderänderung oder -streichung kostet jeweils 4,99 €

Zusätzlich zur Orderprovision werden „eventuell im In-/Ausland anfallende Fremdspesen wie z.B. Maklercourtage, XETRA-Kosten, Schlussnotengebühr, Clearstreamgebühren, Brokerprovisionen [oder] Liefergebühren pro ausgeführte Order“ in Rechnung gestellt. Bei marktbedingten Teilausführungen wird jede Ausführung wie eine separate Order berechnet. Fremdspesen fallen hierbei jeweils erneut an.

### 3.2.5 Zusammenfassender Überblick über die Preismodelle

Die Tabelle 8 und Tabelle 9 fassen die beschriebenen Preismodelle noch einmal im Überblick zusammen:

---

38 Dieser Abschnitt sowie darin enthaltene wörtliche Zitate basieren auf *DAB bank* (2003).

39 Diese Preisgestaltung legt die Vermutung nahe, dass sich die DAB bank im Medium Volume Tarif bei XETRA befindet (vgl. Tabelle 2).

40 Dieser Abschnitt sowie darin enthaltene wörtliche Zitate basieren auf *Deutsche Bank Privat- und Geschäftskunden AG* (2004).

41 Aus Vereinfachungsgründen wird bei maxblue trotzdem von einem Online-Broker gesprochen.

**Tabelle 8: Preismodelle in der Übersicht (alle Angaben in €) [42]**

	Orderprovision				Börsen- gebühr	Weitere Gebühren			
	%	sprung- fix	Grund- preis	Gebühren- deckelung	XETRA / Regional- börsen	Limit	Änderung / Streichung	Teilaus- führung	Fremde Spesen
Comdirect	-	✓	-	✓	✓/✓	(2,50)[43]	2,50/2,50	✓	✓
Cortal Consors	✓	-	4,95	✓	✓/✓	2,50	2,50/2,50	✓	(✓)[44]
DAB bank	✓	(✓)[45]	7,95	-	-/-	-	2,50/2,50	✓	✓
maxblue	-	✓	-	✓	-/-	-	4,99/4,99	✓	✓

**Tabelle 9: In Rechnung gestellte „fremde Spesen“ (alle Angaben in €)**

	XETRA- Gebühr	Makler- courtage	Clearing & Settlement	Schlussnoten- gebühr	Einschreibung Namensaktien
Comdirect	-	✓	-	-	0,93/0,58[46]
Cortal Consors	-	✓	-	-	1,95
DAB bank	✓	✓	-	-	0,93/0,58[47]
maxblue	✓	✓	✓	✓	0,93

### 3.3 Vergleich der Preismodelle und Diskussion

#### 3.3.1 Allgemeiner Vergleich der Preismodelle

Die Beschreibungen der einzelnen Preismodelle in Abschnitt 3.1 und insbesondere der Überblick in Tabelle 8 und Tabelle 9 machen deutlich, dass zwar jedes Preismodell für sich gesehen relativ leicht verständlich erscheint, ein Vergleich mit anderen Preismodellen jedoch auf Grund verschiedener Preis-/Leistungskomponenten und unterschiedlicher Gebühren für gleiche Leistungskomponenten durchaus schwierig ist.

Abbildung 1 zeigt beispielhaft einen Gebührenvergleich über verschiedene Ordervolumina für eine limitierte XETRA-Order bei den vier untersuchten Online-Brokern.

42 Zu den genannten Preiskomponenten können in Einzelfällen weitere Preiskomponenten kommen, beispielsweise für die ausländische Verwahrung von Aktien. Um die Komplexität nicht weiter zu erhöhen, wurde auf eine detailliertere Betrachtung an dieser Stelle verzichtet.

43 Nur bei Nicht-Ausführung am gleichen Tag.

44 Maklercourtage und Gebühren für die Einschreibung von Namensaktien werden zwar berechnet, sind jedoch im entsprechenden Preisverzeichnis explizit angegeben und werden nicht als „fremde Spesen“ deklariert.

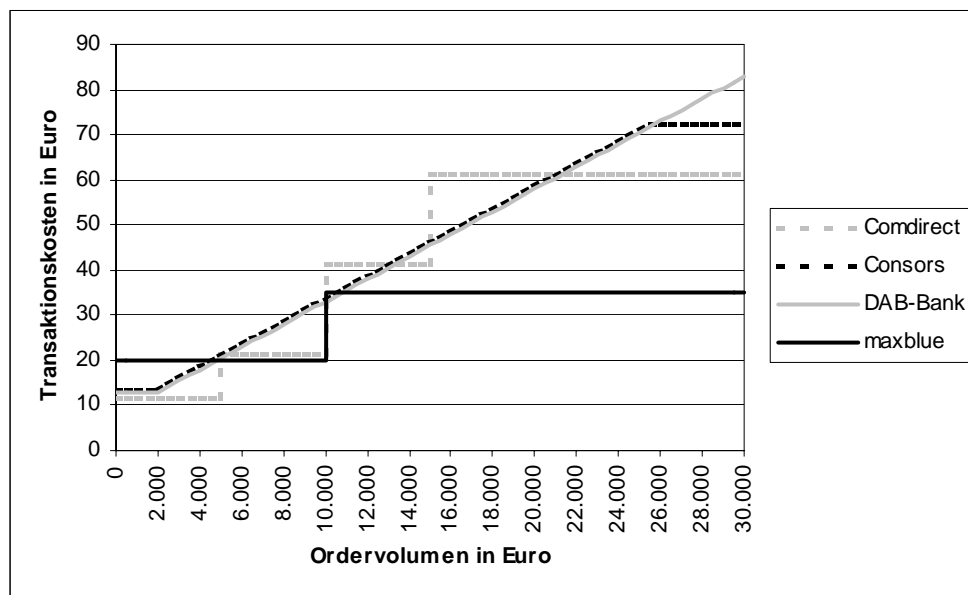
45 Nur bis einschließlich 2.000 €

46 Vgl. Abschnitt 3.2.1.

47 Vgl. Abschnitt 3.2.1.



Abbildung 1: Vergleich der Transaktionspreise für eine limitierte XETRA-Order



Ist die Comdirect bei den kleinvolumigen Trades bis unter 5.000 €– im Vergleich zu maxblue sogar erheblich – günstiger als die anderen vier Anbieter, ist ab einer Ordergröße von 5.000 € bis 10.000 € und ab 11.640 € maxblue in diesem Beispiel der günstigste unter den vier Mitbewerbern. Die DAB bank ist im Intervall zwischen 10.000 € und 11.640 € der günstigste Anbieter. Consors bewegt sich bis zur Gebührendeckelung ab einem Ordervolumen von ca. 26.000 € immer knapp über den Konditionen der DAB bank.

Es ist nicht Ziel dieser Arbeit, diese Unterschiede detailliert zu analysieren.[48] Im Folgenden steht vielmehr die Frage im Vordergrund, ob und in welcher Form die einzelnen Gebühren der verschiedenen Leistungskomponenten für den Endkunden transparent werden.

### 3.3.2 Transparenz der Gebühren für Leistungskomponenten beim Endkunden

Die Preismodelle der untersuchten Online-Broker lassen kein eindeutiges Mapping auf die Leistungs- und Gebührenkomponenten zu, welche auf der Ebene des Online-Brokers bei der Abwicklung einer Börsentransaktion anfallen. Daher kann in der folgenden Diskussion nicht mehr auf die bisher angewandte Unterteilung in die Marktzugangs-, Preisfindungs- und Abwicklungsleistungen zurückgegriffen werden.

Alle Online-Broker müssen für die Teilnahme am Börsenhandel in XETRA und an den deutschen Regionalbörsen Gebühren entrichten, welche unabhängig von einzelnen Orders ist [49] und sich potenziell sowohl von Börsenplatz zu Börsenplatz sowie zwischen den Online-Brokern unterscheiden (vgl. Abschnitt 2.2.1). Theoretisch könnten die Teilnahmegebühren bei jedem Online-Broker für jeden Börsenplatz bspw. auf Basis des erwarteten Ordervolumens für diesen Börsenplatz auf einzelne Orders umgelegt werden. Die Zulassungsgebühren wurden i.d.R. bereits vor vielen Jahren einmalig entrichtet und dürften in der Kalkulation der Online-Broker als „sunk costs“ keine Rolle mehr spielen (vgl. Abschnitt 2.2.1).

48 Für den interessierten Leser gibt es zu dieser Thematik auch einschlägige Internetseiten (bspw. [www.brokertest.de](http://www.brokertest.de), [www.gelon.de](http://www.gelon.de)), auf denen man nach Eingabe persönlicher Daten über das Tradingverhalten und -volumen eine Empfehlung hinsichtlich des für dieses spezifische Profil günstigsten Online-Brokers erhält.

49 Laut der jeweiligen Gebührenordnungen werden die Teilnahmegebühren in Abhängigkeit davon festgelegt werden, welche Bedeutung der Teilnehmer für die Börse hat. Langfristig werden also diese Fixkosten durchaus durch die Anzahl und das Volumen der Orders mitbestimmt.

In der Praxis wird bei den untersuchten Online-Brokern hinsichtlich der Teilnahmegebühren nicht über den Preis zwischen einzelnen Börsenplätzen unterschieden. Anfragen bei den Brokern ergaben, dass die Teilnahmegebühren für deutsche Börsenplätze als Gesamtsumme auf alle Orders umgelegt werden und damit in den Orderprovisionen als Fixkostenumlage enthalten sind. Trotz potenziell unterschiedlicher Teilnahmegebühren pro Börsenplatz und Online-Broker ist der Börsenwettbewerb beim Endkunden hinsichtlich dieser Gebührendimension daher nicht merkbar.

Alle Kursmakler an deutschen Regionalbörsen stellen – zumindest im Frühjahr 2004 – die gleichen Courtagen in Rechnung. Diese werden von allen untersuchten Online-Brokern an den Kunden bei einer Wertpapierabrechnung direkt weitergereicht. Ein Wettbewerb der Regionalbörsen wäre auf Grund der Gestaltung der Preismodelle der untersuchten Online-Broker beim Kunden hinsichtlich der Maklercourtage zwar spürbar, findet offensichtlich jedoch nicht statt. Lediglich versehentliche Falschinformationen könnten beim Endkunden subjektiv zu der Einschätzung führen, dass ein Regionalbörsenplatz günstiger als ein anderer ist. Bspw. teilte uns die DAB bank auf eine Emailanfrage am 17.03.04 fälschlicherweise mit, dass in Berlin für *alle* Aktien lediglich 4 bp Maklercourtage zu entrichten seien.

XETRA-Gebühren werden nur von maxblue und der DAB bank direkt weitergereicht, während Consors eine Pauschale von 0,95 € erhebt (und damit als direkter Marktteilnehmer bei allen Trades unter 14.750 € selbst weniger XETRA-Gebühr zahlt). Die Comdirect wiederum erhebt eine Mindestgebühr von 1,50 € und verlangt damit deutlich mehr als die XETRA-Mindestgebühr. Ab einem Ordervolumen von 100.000 € kommt die volumenabhängige Gebühr von 0,0015% zum Tragen, was jedoch beim Privatanleger eher eine Ausnahmeorder sein dürfte. Ob die Pauschalgebühren von Consors und Comdirect eine Umlage von Fixkosten oder eine Zusammenfassung von verschiedenen variablen Kosten (bspw. im Rahmen der Abwicklung) enthält, ist für den Kunden nicht sichtbar.

Zusätzlich zur Maklercourtage bei den Regionalbörsen verlangen Cortal Consors, Comdirect und die DAB bank noch eine Regionalbörsengebühr. Welche Gebühren- und Leistungskomponenten hier als Fixkostenumlage oder als tatsächliche gebündelte Weiterreichung von variablen Kosten einfließen, ist für den Kunden nicht ersichtlich. Bei dieser sind durchaus Unterschiede bei den Regionalbörsen von bis zu 0,75 € pro ausgeführter Order festzustellen (vgl. Tabelle 3). Jedoch weist lediglich maxblue (lt. Preisverzeichnis) von den vier untersuchten Wettbewerbern diese Gebühr aus.

Die Abwicklung der Transaktionen wird zentral über die Clearstream Banking AG und teilweise – bei Aktiengeschäften an der FWB oder auf XETRA – auch über die Eurex Clearing AG vorgenommen. Ein Wettbewerb der Handelsplätze kann daher hier nur zwischen FWB und XETRA auf der einen und den restlichen Regionalbörsen auf der anderen Seite hinsichtlich der Abwicklung stattfinden. Nach Aussagen der untersuchten Online-Broker werden diese Gebühren jedoch nur von maxblue weitergereicht. Ein möglicher Preisvorteil von XETRA und FWB gegenüber den anderen Regionalbörsen wird somit beim Privatanleger i.d.R. nicht transparent.

Für den Privatanleger unmittelbar relevant ist die Behandlung von Teilausführungen. Da diese bei allen betrachteten Online-Brokern jeweils wie separate Orders behandelt werden, fallen sämtliche Gebühren inklusive der fremden Spesen erneut an. Dies kann insbesondere bei niedrigvolumigen Orders, bei welchen die jeweiligen Mindestgebühren, z.B. für Orderprovision oder Mindestcourtage, zum Tragen kommen, zu teilweise erheblichen Preissprüngen führen. Durch die Preismodelle der Online-Broker wird der Börsenwettbewerb bezüglich der Teilausführungen für den Anleger zwar transparent, gleichzeitig jedoch insbesondere hinsichtlich des XETRA-Handels auch verzerrt. Anhand der Preisverzeichnisse der Online-Broker ist davon auszugehen, dass auch taggleiche Teilausführungen auf XETRA als eigen-

ständige Orders abgerechnet werden. Auf Ebene des Online-Brokers werden laut Preisverzeichnis von XETRA jedoch für *beliebig viele* taggleiche Teilausführungen nur die Gebühren für *eine* Order berechnet.

Nicht unerwähnt bleiben soll in diesem Zusammenhang auch die teilweise inkonsistente oder auch verwirrende Informationspolitik der betrachteten Online-Broker. Bspw. verlangt die DAB bank für die Umschreibung von Namensaktien laut Preisverzeichnis 0,93 € Nach dem Hinweis, dass eine unveränderte Weitergabe fremder Spesen laut Preisverzeichnis der Clearstream Banking AG zu einem Preis von 0,58 € pro Umschreibung führen müsste, wurde uns der geringere Preis bestätigt. Vergleichbare Inkonsistenzen fielen bei der Comdirect auf.

### 3.3.3 Diskussion und Limitierungen der Analyse

An der Leistungserstellung „Abschluss eines Börsengeschäfts“ sind viele verschiedene Leistungsanbieter beteiligt (vgl. Abschnitt 2.2). Auf der Ebene des Online-Brokers fallen dabei insbesondere hinsichtlich der Teilnahme an den einzelnen Handelsplätzen potenziell sehr unterschiedliche Teilnahmegebühren an (vgl. Tabelle 1). Ein weiterer Punkt mit unterschiedlichen Gebührensätzen zwischen mehreren Handelsplätzen stellt die Schlussnotengebühr dar (vgl. Tabelle 3). Unterschiede zwischen allen anderen betrachteten Leistungs- und Gebührenkomponenten sind dabei nur auf zwei Ebenen festzustellen:

- Die Maklercourtage ist an allen Regionalbörsen identisch und unterscheidet sich nur von der XETRA-Systemgebühr (vgl. Tabelle 2). Diese ist grundsätzlich deutlich günstiger als die Maklercourtage, bei einem Retailtrade wird jedoch in der Regel die Mindestgebühr ausgelöst. Die Differenz zur Maklercourtage an einer Regionalbörse relativiert sich dabei mitunter stark (vgl. Tabelle 7).
- Im Bereich des Clearing und Settlement sind die Gebühren der FWB und von XETRA durch die Einführung des zentralen Kontrahenten bei Aktien, die über XETRA gehandelt werden können, günstiger im Vergleich zu den anderen Regionalbörsen – die einmaligen fixen Kosten für eine entsprechende Anpassung der Systeme des Intermediärs sind hier jedoch nicht berücksichtigt. Insbesondere beim Clearing und Settlement kann ein Privatanleger zudem von der Transaktionsanzahl und dem -volumen seines Intermediärs profitieren, da hier Volumen- und Mengenrabatte gewährt werden. Diese sind jedoch unabhängig von den einzelnen Börsenplätzen.

Für den Privatanleger sind die bestehenden Unterschiede zwischen den Handelsplätzen durch die Preismodelle der Online-Broker in der Regel jedoch nicht sichtbar. Gleichwohl sind Unterschiede in den Preismodellen festzustellen: Als Extremfall ist zum einen Cortal Consors zu nennen, der weitestgehend auf eine Aufschlüsselung von variablen Kosten bei der Durchführung einer Börsentransaktion verzichtet. Zum anderen reicht maxblue die Gebühren externer Dienstleister, welche speziell *einer* Transaktion zurechenbar sind, weitestgehend weiter und lässt damit noch den meisten Spielraum, dass ein Börsenwettbewerb beim Kunden sichtbar wird. Ob dies zu signifikant anderem Verhalten bei den Kunden führt, darüber kann nur spekuliert werden.

Anzumerken ist noch, dass in den Preisverzeichnissen die weitergereichten variablen Kosten („fremde Spesen“) nicht mit den zu erwartenden Gebühren an den einzelnen Handelsplätzen aufgelistet sind. So erfährt ein Kunde zum einen erst im Nachhinein über die tatsächlichen angefallenen Transaktionskosten und hat dann auch nicht die einfache Möglichkeit eines Vergleichs mit den expliziten Transaktionskosten für die gleiche Order an einem anderen Börsenplatz.

Die Analyse ist mit einigen Limitierungen verbunden, welche bei den obigen Aussagen berücksichtigt werden sollten.

Betrachtet wurden nur die Leistungs- und Gebührenkomponenten beim Handel mit deutschen Wertpapieren. Etwaige Liefergebühren und weitere Leistungskomponenten für an inländischen Börsen gehandelte ausländische Wertpapiere wurden nicht berücksichtigt. Das Clearing und Settlement erfolgt jedoch zentral, daher ist hier keine Veränderung der Ergebnisse hinsichtlich einzelner Handelsplätze zu erwarten. Es wurden auch nur deutsche Handelsplätze in die Betrachtung einbezogen. Da die Regionalbörsenstruktur im internationalen Vergleich eher die Ausnahme, denn die Regel ist und eine der Forschungsfragen speziell auf den Wettbewerb dieser Handelsplätze in Deutschland abzielt, erscheint ein Einbezug von ausländischen Börsen vor diesem Hintergrund nicht zieltragend. Dies würde die Untersuchung zudem deutlich komplizierter machen, da u.a. die Preismodelle der Online-Broker für Transaktionen an ausländischen Handelsplätzen andere Gebühren im Vergleich zu inländischen Transaktionen vorsehen. Der beispielhafte Untersuchungsgegenstand ist der Handel in Aktien. Für Rentenpapiere gelten bspw. andere Maklercourtage, wobei eine Änderung der allgemeinen Aussagen jedoch durch den Einbezug von weiteren Wertpapiergattungen nach Ansicht der Autoren nicht zu erwarten ist.

Mit den vier ausgewählten Online-Brokern wurden etablierte und von der Anzahl der Kundendepots im Markt relevante Wettbewerber ausgewählt. Diese wurden stellvertretend für die vielen in Deutschland ansässigen Online-Broker (SEB direct, E\*Trade, S Broker, ...), Online-Banken mit einer Online-Brokerage-Proposition (bspw. Diba, VW Bank, ...) und die Brokerage-Angebote von traditionellen Filialbanken (bspw. Citibank, Postbank easytrade, Hypovereinsbank, ...) untersucht. Dabei zählen Comdirect, Cortal Consors und DAB bank zu den klassischen Online-Brokern und maxblue ist das Online-Brokerage-Angebot der Deutschen Bank, welches sich an selbstbestimmte Kunden richtet. Durch die Analyse weiterer Preismodelle hätten potenziell weitere oder andere Preis- und Leistungskomponenten identifiziert werden und daher auch andere Schlüsse hinsichtlich der Weiterreichung von Gebühren an Endkunden gezogen werden können.

## **4 Zusammenfassung und Ausblick**

Deutsche Regionalbörsen stehen insbesondere im Kampf um den Orderflow von Privatkunden im harten Wettbewerb zueinander und zum vollelektronischen XETRA-Handelssystem. In diesem Beitrag wurde zunächst untersucht, wie sich die Gebührenmodelle der Börsen für direkte Handelsteilnehmer wie Zugangsintermediäre darstellen. In einem zweiten Schritt wurde analysiert, inwieweit ein potenziell bestehender Preiswettbewerb der Börsen für den Privatanleger – als indirekten Kunden – trotz des Preismodells des Zugangsintermediärs nachvollziehbar und entscheidungsrelevant bleibt. Als Zugangsintermediäre wurden vier etablierte Online-Broker ausgewählt, da hier auf Grund der weitgehend fehlenden Quersubventionierung einer Beratungsleistung von – im Vergleich zu Preismodellen in Filialbanken – weniger verzerrenden Preismodellen ausgegangen wurde.

Im Ergebnis zeigt sich, dass der Börsenwettbewerb im Bereich der Gebührengestaltung als moderat bezeichnet werden kann. Lediglich im Bereich der Teilnahmegebühren und bei den Schlussnotengebühren existieren Unterschiede zwischen allen Handelsplätzen. Im Bereich der Abwicklung zeigen sich durch die Einführung des zentralen Kontrahenten in den variablen Kosten kleine Preisvorteile für die Nutzung von XETRA und der FWB im Vergleich zu den restlichen Regionalbörsen. Vielfach werden von den Online-Brokern die für die Teilnahme und Abwicklung von Börsentransaktionen anfallenden Fixkosten auf die vom Handelsplatz unabhängige Orderprovision umgelegt. Es findet lediglich teilweise die Erhebung einer Börsenplatzgebühr statt, welche zwischen dem günstigeren Handelsplatz XETRA und den teureren Regionalbörsen unterscheidet.

Allerdings existieren zwischen den vier untersuchten Online-Brokern (Cortal Consors, Comdirect, DAB bank, maxblue) Unterschiede. Während bei Cortal Consors bis auf die Maklerbörsenwettbewerb über explizite Transaktionskosten auch beim Privatanleger?

courtage keine variablen Kosten ersichtlich sind, macht maxblue weitgehend alle variablen Kosten für den Privatanleger sichtbar. Ob dies zu einer unterschiedlichen Nutzung der Handelsplätze führt, müsste in einer gesonderten Untersuchung analysiert werden. Dabei wäre auch zu berücksichtigen, dass die Informationen, die die jeweiligen Hotlines der Online-Broker bezüglich der durchgereichten fremden Gebühren kommunizieren, bei mehreren Testanrufen teilweise unterschiedlich und falsch waren. Ein Privatanleger, der die zu erwartenden expliziten Transaktionskosten und deren Komponenten bei seiner Entscheidung für oder gegen einen Handelsplatz berücksichtigen möchte, ist also gut beraten, sich nicht nur auf die Informationen der Online-Broker zu verlassen.

Zur Antizipation der expliziten Transaktionskosten empfiehlt sich aber nicht nur der Blick auf die Gebührenmodell der beteiligten Dienstleister, sondern vor allem auch der Blick in die Marktmodelle der Börsen, die die Handelsregeln definieren. Für den im Allgemeinen mit eher geringen Volumina handelnden Privatanleger empfiehlt es sich, aus Sicht der expliziten Transaktionskosten, Börsenplätze zu wählen, an welchen z.B. Teilausführungen explizit ausgeschlossen werden können oder es möglichst selten zu Teilausführungen kommt. Kommt es auf XETRA zu Teilausführungen, werden die für den Privatinvestor im Vergleich zu den Regionalbörsen tendenziell niedrigeren expliziten Transaktionskosten durch die unspezifischen Gebührenmodelle der Online-Broker schnell im negativen Sinn überkompensiert. Einige Börsen versuchen, durch eine entsprechende Gestaltung des Handelssystems, die Anzahl von Teilausführungen zu reduzieren; bspw. beim System maxone der Börse München konnte erreicht werden, dass es in weniger als 0,5% aller ausgeführten Orders zu Teilausführungen kam.[50]

Auch im Bereich der Abwicklungskosten sind neue Entwicklungen zu beobachten. War die Abwicklung der Börsengeschäfte – das Clearing und Settlement – bisher ein Bereich ohne Wettbewerb, so könnte sich das bestehende Monopol gegebenenfalls auflösen. Seit der Änderung der Börsenordnung durch die Deutsche Börse im Februar 2004 ist das Clearing und Settlement bei einer Börsentransaktion bei jeder in Deutschland zugelassenen Wertpapiersammelbank erlaubt.[51] Kurzfristig sind davon allerdings keine Kostensenkungen zu erwarten, da die Clearstream Banking AG derzeit die einzige in Deutschland ansässige Wertpapiersammelbank ist.

## Literatur

Barber, B. / Odean, T. / Zheng, L. (2004): Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows, forthcoming in: Journal of Business, erhältlich unter <http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/Current%20Research.htm>, Abruf am 28.06.2004.

Börse Berlin-Bremen (2004): Gebührenordnung der Börse Berlin-Bremen. Stand 1.1.2004, <http://www.berlin-boerse.de/deutsch/publikationen/gebord.pdf>, Abruf am 15.3.2004.

Börse Düsseldorf (2004): Gebührenordnung. [http://gfx.finanztreff.de/duesseldorf\\_proxy/img/cms/gebuehren.pdf](http://gfx.finanztreff.de/duesseldorf_proxy/img/cms/gebuehren.pdf), Abruf am 1.3.2004.

Börse München (2004a): Jahresbericht 2003 / 2004 – Mit Vielfalt und Wettbewerb Marktchancen erschließen und Zukunft sichern. [http://www.boerse-muenchen.de/pdf/publikationen/BMU\\_04\\_016\\_Jahresbericht.pdf](http://www.boerse-muenchen.de/pdf/publikationen/BMU_04_016_Jahresbericht.pdf), Abruf am 28.06.2004.

Börse München (2004b): Gebührenordnung für die Börse München. In Kraft seit 1.10.2003. [www.boerse-muenchen.de](http://www.boerse-muenchen.de), Abruf am 15.3.2004.

Börse Stuttgart AG (2003): Jahresbericht 2002 der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse. <http://www.boerse-stuttgart.de/pdf/dt/Jahresbericht2002.pdf>, Abruf am 15.3.2004.

Börse Stuttgart AG (2004): Gebührenordnung. Stand 1.1.2004, [http://www.boerse-stuttgart.de/pdf/dt/gebuehrenordnung\\_deutsch.pdf](http://www.boerse-stuttgart.de/pdf/dt/gebuehrenordnung_deutsch.pdf), Link funktionierte nicht am 15.3.2004.

---

50 *Börse München* (2004a), S.9.

51 Vgl. *o.V.* (2004).

- BrainTrade (2004a): Gebühren für XONTRO. [www.brain-trade.de](http://www.brain-trade.de), Abruf am 10.3.2004.
- BrainTrade (2004b): Kreditinstitute – Anmeldung XONTRO. Stand 25.2.2004, [www.brain-trade.de](http://www.brain-trade.de), Abruf am 15.3.2004.
- Clearstream Banking AG (2003): Preisverzeichnis Inland für Kunden der Clearstream Banking AG, Frankfurt. Stand 17.11.2003.
- Comdirect bank (2003): Preis- und Leistungsverzeichnis. Stand 01/04, <http://www.comdirect.de/static/pdf/corp0062.pdf>, Abruf am 15.3.2004.
- Cortal Consors (2003): Preis- und Leistungsverzeichnis. Stand 1.10.2003, <http://www.cortalconsors.de/dat/pdf/plv.pdf>, Abruf am 15.3.2004.
- DAB bank (2003): Preis- Leistungsverzeichnis der DAB bank. Stand 15.11.2003, <http://www.dab-bank.com/DE/de/download/pdf/wepr/PLV.pdf>, Abruf am 15.3.2004.
- Deutsche Bank Privat- und Geschäftskunden AG (2004): Preis- und Leistungsverzeichnis [http://www.maxblue.de/io/content/pdfs/PLV\\_041203.pdf?](http://www.maxblue.de/io/content/pdfs/PLV_041203.pdf?), Abruf am 15.3.2004.
- Deutsche Börse AG (2003): Preisverzeichnis ab 01.04.2003 für die Nutzung des elektronischen Handelssystems Xetra.
- Deutsche Börse AG (2004): Gebührenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse, Stand 02.01.2004, FWB12.
- Deutsche Börse Systems, BrainTrade (2004): Kreditinstitute – Technische Anbindung, Version 4.0, Stand 19.1.2004, [www.brain-trade.de](http://www.brain-trade.de), Abruf am 20.06.2004.
- Eurex Clearing AG (2004): Preisverzeichnis, Stand 23.02.2004, <http://www.eurexchange.com>, Abruf am 1.4.2004.
- Gomber, P. (2000): Elektronische Handelssysteme - Innovative Konzepte und Technologien, Physica, Heidelberg.
- Hammer, T. (2004): Kleiner Handel, großer Gewinn, in: Die Zeit, Nr.22, 19.05.2004, S. 29.
- Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg (2004): Gebührenordnung. Stand: März 2004, [http://www.boerse-hamburg.de/fileadmin/download/regelundgesetze/Gebuehrenordnung\\_HH.pdf](http://www.boerse-hamburg.de/fileadmin/download/regelundgesetze/Gebuehrenordnung_HH.pdf), Abruf am 15.3.2004.
- Harris, L. E. (2002): Trading and Exchanges, Oxford University Press, New York, N. Y.
- Holtmann, C. (2004) Organisation von Märkten – Market Engineering für den elektronischen Wertpapierhandel, Dissertation, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Universität Karlsruhe (TH), Karlsruhe.
- Kalbhenn, C. (2002): Der unbeliebte Kontrahent, in: Börsenzeitung, Nr. 112, 14.06.2002, S. 8.
- Kirschner, S. (2003): Transaktionskosten der Börsen im deutschsprachigen Raum, in: Bankarchiv, Heft 11, 2003, S. 819-828.
- Kort, K. (2004): Internet-Broker setzen Kundenberater ein, in: Handelsblatt, Nr. 53, 16.03.2004. S. 20.
- Lüdecke, T. (1996): Struktur und Qualität von Finanzmärkten, Gabler, Wiesbaden.
- Niedersächsische Börse zu Hannover (2003): Gebührenordnung. Stand 11.8.2003, <http://www.boerse-hamburg.de/fileadmin/download/regelundgesetze/Gebuehrenordnung-H.pdf>, Abruf am 15.3.2004.
- Matutes, C. / Regibeau, P. (1988): Mix and Match: Product Compatibility without Network Externality, in: RAND Journal of Economics, Vol. 19, S. 221-234.
- Picot, A. / Bortenlänger, C. / Röhl H. (1996): Börsen im Wandel, Fritz Knapp, Frankfurt a.M.
- o.V. (2004): Deutsche Börse ermöglicht Rivalen Abwicklung, in: Handelsblatt, Nr. 42, 01.03.2004, S. 22.
- Röhl, H. (1996): Börsenwettbewerb: Die Organisation der Bereitstellung von Börsenleistungen, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Rudolph, B. / Röhl, H. (1997): Grundfragen der Börsenorganisation aus ökonomischer Sicht, in: Hopt, K. J. / Rudolph, B. / Baum H. (Hrsg.): Börsenreform - Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 143-285.
- SEC (1999): On-Line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace. Securities and Exchange Commission (SEC), New York, N.Y.
- Weinhardt, C. / Gomber, P. / Holtmann, C. / Groffmann, H.-D. (1999): "Online-Brokerage als Teil des Online-Banking - Phasenintegration als strategische Chance", in: Locarek-Junge, H. / Walter, B. [Hrsg.]: Banken im Wandel: Direktbanken und Direct Banking, Bd. 18. Berlin-Verlag 2000, Berlin, S. 99-120.