

## Regelwerk

Der Börsenrat der Börse Berlin hat am 20. Juni 2025 gemäß § 12 Abs. 2 Nr. 1 des Börsengesetzes vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330), zuletzt geändert durch Art. 10 des Gesetzes vom 27. Dezember 2024 (BGBl. I S. 438) folgende Änderungen der Börsenordnung der Börse Berlin beschlossen:

### Börsenordnung

#### *§ 37 Feststellung des Börsenpreises*

(1) – (2) ...

(3) Im fortlaufenden Handel findet die Preisfeststellung entweder aufgrund der vorliegenden Kauf- und Verkaufsaufträge und der Quotes der Market Maker oder ~~auf Basis dieser Aufträge und Quotes verbunden mit der Orderbuchlage an Referenzmärkten~~ zum bestmöglichen, auf das Volumen einer Order bezogenen gewichteten Durchschnittspreises (VBBO) statt.

(4) Das Nähere regeln die Bedingungen für Geschäfte im elektronischen Handel an der Börse Berlin vom ~~11. April 2024~~ 20. Juni 2025.

#### *§ 39 Pflichten des Liquidity-Providers*

(1) Sofern ein Liquidity-Provider als Market Maker Quotes stellt, hat er die Pflicht, Kundenorders ~~bis zu dem von ihnen in Bezug auf den jeweiligen Orderflow-Provider bekannt gemachten Volumen (Stückzahl oder Marktwert)~~ zum VBBO (§ 30 Abs. 2 Nr. 1 Bedingungen für Geschäfte im elektronischen Handel) auszuführen, sofern die Geschäftsführung für die betreffenden Wertpapiere die Ausführung zum VBBO zugelassen hat.

~~(2) Ein Liquidity-Provider ist verpflichtet, auf Verlangen von Orderflow-Providern eine VBBO-Meldung (§ 25 Bedingungen für Geschäfte im elektronischen Handel) mit diesem abzugeben.~~

(3) Liquidity-Provider sind verpflichtet, Orders in den von der Geschäftsführung benannten Wertpapieren im VBBO-Pool (§ 28 Abs. 2 Bedingungen für Geschäfte im elektronischen Handel) auszuführen.

(4) Die Orderausführung zum VBBO unterstützt Handelsteilnehmer bei der Erfüllung ihrer Verpflichtung nach Art. 27 der Richtlinie der 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte in Finanzinstrumenten (MiFID II) zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen. In einem Umfeld fragmentierter Märkte in Europa sollen insbesondere Aufträge von Privatanlegern zum bestmöglichen Preis ausgeführt werden. Die Geschäftsführung kann in Ausführungsbestimmungen (Fair Usage Policy) anhand von Ordergröße, Tagesgesamtvolumen und Frequenz der Ordereingabe Kriterien für Orders festlegen, die das Liquiditätsversprechen beanspruchen dürfen. Sie kann darüber hinaus weitere Anforderungen an solche Orders festlegen.

(5) Ein Liquidity Provider ist nicht verpflichtet, Aufträge, die nicht der Fair Usage Policy gemäß Abs. 4 entsprechen, zum VBBO auszuführen.

(6) Ein Liquidity-Provider kann Orders zum VBBO ausführen, die nicht der Fair Usage Policy gemäß Abs. 4 entsprechen. Er ist hierbei nicht verpflichtet, Orders jederzeit und auf beiden Seiten auszuführen (§ 35 Abs. 3 Bedingungen für Geschäfte im elektronischen Handel).

### Geschäftsbedingungen für den elektronischen Handel

#### *§ 5 Stop Order*

Orders können mit der Maßgabe erteilt werden, dass sie erst bei Erreichen eines bestimmten ~~im konsolidierten~~

virtuellen Buch während des fortlaufenden Handels während einer der in § 16 Abs. 1 bezeichneten Handelsphasen festgestellten Preises (auslösender Preis) ausgeführt werden (Stop-Order); die Maßgabe kann auch sein, dass die Gegenseite des EBBO gemäß § 6 Abs. 1 Nr. 4 einen bestimmten Preis erreichen oder über- bzw. unterschreiten muss (Stop-on-Quote). Stop-Orders können mit einer preislichen Weisung für ihre Ausführung versehen werden (Stop-Limit-Order) oder zu Billigst- oder Bestensorders werden, gleichgültig ob der nächstfolgende Preis unter oder über dem bestimmten Preis liegt (Stop-Loss- oder Stop-Buy-Order). Stop-Loss- und Stop-Buy-Orders, die gegen Orders oder Quotes ausgeführt werden, werden zu SafeOrders (§ 6 Nr. 5). Wurde noch kein Geschäft im konsolidierten Buch geschlossen, wird der Eröffnungskurs des Heimatmarktes als auslösender Preis einer Stop-Order herangezogen.

### *§ 9 Gültigkeits- und Ausführungsbestimmungen für Wertpapiere ohne Liquidity Provider*

Eine Order, die sich auf ein Wertpapier bezieht, in dem keine Liquidity Provider im Eröffnungshandel Quotes stellen, muss entweder mit einer der Gültigkeitsbestimmungen „good-for-session“, „At the Open“ oder „At the Close“ oder mit einer der Ausführungsbestimmungen „Fill-or-Kill“ oder „Immediate-or-Cancel“ versehen werden. Orders mit anderen Bestimmungen werden zurückgewiesen.

### *§ 10 a Verlangsamung der Verarbeitung von Nachrichten*

- (1) ...
- (2) Sendet ein Handelsteilnehmer mehr Nachrichten pro Sekunde, als ihm zugeteilt wurden, verlangsamt das Handelssystem die Verarbeitung von weiteren Nachrichten dieses Handelsteilnehmers, bis die Rate Nachrichten pro Sekunde unter einen zuvor festgelegten niedrigeren Wert fällt. Bleibt die Rate unter dem niedrigeren Wert, ~~wird die Rate auf einen höheren Wert angehoben. Bleibt die Rate unter dem höheren Wert,~~ werden Nachrichten wieder ohne Verlangsamung verarbeitet werden. Die Werte und den Zeitrahmen legt die Geschäftsführung fest.

### *§ 21 Fortlaufender Handel*

- (1) Nach dem Eröffnungshandel bzw. nach der Eröffnungsauktion beginnt der fortlaufende Handel.
- (2) Während des fortlaufenden Handels können Orders und Quotes in das elektronische Handelssystem eingegeben, und nach Maßgabe von §§ 12 und 15 geändert oder gelöscht werden.
- (3) Im fortlaufenden Handel findet die Preisfeststellung entweder aufgrund der vorliegenden Kauf- und Verkaufsaufträge und der Quotes der Market Maker oder ~~auf Basis dieser Aufträge und Quotes verbunden mit der Orderbuchlage an Referenzmärkten~~ zum bestmöglichen, auf das Volumen einer Order bezogenen gewichteten Durchschnittspreis (VBBO) statt.

## 2. Unterabschnitt Preisfeststellung unter Berücksichtigung von Referenzmärkten zum (VBBO)

### *§ 25 ~~(gestrichen)~~ LP Orders*

Für die Berechnung des VBBO senden Liquidity Provider Aufträge in das Handelssystem. Bei Eintreffen eines Kundenauftrags im Handelssystem wird für jeden Liquidity Provider der auf das Volumen der Orders gewichtete Durchschnittspreis (VBBO) berechnet. Hierfür werden die von dem jeweiligen Liquidity Provider vorhandenen LP-Orders, Aufträge im Hybriden Buch und – sofern vorhanden – Orderbuchdaten der Referenzmärkte herangezogen.

### *§ 26 Zuweisung einer Order*

- (1) Die eintreffende Order wird demjenigen Liquidity Provider zur Ausführung zugewiesen, der den besten volumengewichteten Durchschnittspreis (VBBO) zur Verfügung stellt. Orderflow-Provider können durch

eine in der Datenbank des elektronischen Handelssystems zu hinterlegende Priorisierung festlegen, in welcher Reihenfolge den Liquidity-Providern die Orders zur Ausführung zugeleitet werden sollen, wenn mehrere Liquidity Provider den besten VBBO anbieten. Wird eine Priorisierung nicht festgelegt, weist das System eine Order bevorzugt der Liquidität desselben Handelsteilnehmers zu. Stellt der Handelsteilnehmer keine Liquidität zur Verfügung, erfolgt die Zuweisung nach dem Zufallsprinzip unter den Liquidity Providern. ~~-, die die Order vollständig ausführen können. Kann die Order nicht vollständig ausgeführt werden, wird sie demjenigen zugewiesen, der das höchste ausführbare Volumen zur Verfügung stellt. Stellen mehrere Liquidity Provider das gleiche höchste Volumen zur Verfügung, wird die Order nach dem Zufallsprinzip zugewiesen.~~

### *§ 28 Ausführung einer Order*

- (1) ...
- (2) Ausführbare Orders werden ~~in der vorgegebenen Priorisierung gemäß § 26~~ ausgeführt, indem das jeweils für die Ausführung zum VBBO geeignete Volumen dem jeweils zuständigen Liquidity-Provider zur Ausführung zugeleitet wird. Verbleibt nach Nutzung aller zur Verfügung stehender Liquidität nicht ausführbares Volumen der Order, wird dieses entsprechend der Ausführungs- oder Gültigkeitsweisungen der Order im System zur weiteren Ausführung behalten oder gelöscht.

### *§ 29 Einbeziehung der Marktlage von Referenzmärkten*

- (1) Bei der Feststellung des VBBO ~~werden können~~ die Orderbuchdaten von Referenzmärkten berücksichtigt werden. Referenzmärkte können nur organisierte Märkte, multilaterale Handelssysteme (MTF) oder systematische Internalisierer im Sinne der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte in Finanzinstrumenten (MiFID II) sein.
- (2) Die Geschäftsführung legt für jedes Wertpapier die Referenzmärkte fest, deren Orderbuchdaten (Preislimit, Volumen und durch die Anzahl importierter Price Levels die jeweilige Markttiefe) bei der Preisfeststellung berücksichtigt werden können. Die Geschäftsführung legt für jedes Wertpapier die Frequenz des Datenimports fest.
- (3) ...
- (4) ...

### *§ 30 Feststellung des VBBO*

- (1) Der festgestellte VBBO entspricht dem für den Auftraggeber günstigsten potentiellen Ausführungspreis der Order ~~im konsolidierten virtuellen Buch~~.
- (2) Nach Feststellung des für die Ausführung zuständigen Liquidity Providers gemäß § 26 laufen folgende Systemschritte ab:

1. *Berechnung des VBBO*

Es wird der bestmögliche, auf das Volumen der Order bezogene gewichtete Durchschnittspreis (VBBO) auf Basis der im Orderbuch vorhandenen Orders, der Orders des Liquidity Providers (LP Orders § 25), der die Order ausführt, und – soweit vorhanden – der Orderbuchdaten von Referenzmärkten eines aus dem System und den von der Geschäftsführung bekannt gemachten Referenzmärkten konsolidierten europäischen Orderbuchs (konsolidiertes virtuelles Orderbuch) berechnet. Bei der Berechnung des VBBO wird das nicht angezeigte Volumen von im System befindlichen Iceberg Orders (Hidden Quantity) vollständig berücksichtigt, wohingegen die Hidden Quantity von Iceberg Orders an den Referenzmärkten ~~nicht berücksichtigt wird~~. Sofern das Volumen der Order das von dem Liquidity Provider zur Verfügung gestellte ~~in dem konsolidierten virtuellen Buch verfügbare~~ Volumen übersteigt, wird das zur kompletten

Ausführung der Order fehlende Volumen auf dem letzten im konsolidierten virtuellen Buch vorhandenen und berücksichtigten Preislevel unterstellt. Ist der auf das Volumen der Order bezogene gewichtete Kaufpreis höher als der Verkaufspreis, wird die Order bis zum verfügbaren Volumen und zum Preis der Gegenseite ausgeführt. der nicht ausgeführte Teil der Order in Abhängigkeit von den Gültigkeits- und Ausführungsbestimmungen entweder im System vorgehalten oder gelöscht.

2. „Sweeping the Book“

Befinden sich im System auf der Gegenseite Orders, die im Vergleich zu dem VBBO besser limitiert sind, werden diese Orders vom System als Teil der Ausführung der Order zu ihrem jeweiligen Limit gegen den zuständigen Liquidity-Provider ausgeführt. Befinden sich im System auf der gleichen Seite Orders, die im Vergleich zum VBBO besser limitiert sind, ist eine Ausführung zum VBBO nicht möglich.

3. Ausführung der Order zum festgestellten Börsenpreis

Die eingetrafene Order (oder im Falle des § 28 Abs. 3 Satz 2 das Teilvolumen einer Order) wird von dem zuständigen Liquidity-Provider zum VBBO bis zum festgelegten Maximalvolumen ausgeführt. Über das festgelegte Maximalvolumen hinausgehendes Volumen wird gemäß § 28 behandelt.

~~4. Price-Improvement-Quote (PIQ)~~

~~Liquidity Provider können Liquidität zu besseren Preisen als dem VBBO zur Verfügung stellen (Price-Improvement-Quote). Die Geschäftsführung legt die Einzelheit des Verfahrens der Preisbesserung fest. Bietet ein Liquidity Provider Liquidität zu einem besseren Preis als dem VBBO an, wird dieser besser Preis bei der Orderausführung festgestellt.~~

### § 34 Ausführung von Orders mit Gültigkeitsbestimmung zum VBBO

- (1) Eine Market Order mit einer Gültigkeitsbestimmung, wird bis zum verfügbaren Volumen vereinbarten Maximalvolumen zum VBBO ausgeführt. Nicht ausgeführtes Volumen verbleibt als SafeOrder im System. Nach einer von der Geschäftsführung bestimmten Zeit wird die Order gemäß § 26 erneut dem zuständigen Liquidity Provider zur Ausführung zugewiesen. Abermals nicht ausgeführtes Volumen wird gelöscht gestrichen und der Orderflow-Provider von der Nichtausführbarkeit benachrichtigt.
- (2) Eine Limit Order mit einer Gültigkeitsbestimmung wird bis zum verfügbaren Volumen zum VBBO vereinbarten Maximalvolumen ausgeführt, soweit es das Limit zulässt. Das über das Maximalvolumen hinausgehende Volumen sowie Limit Orders, die aufgrund ihres Limits nicht ausgeführt werden können, verbleiben im Hybriden Buch.
  - (a) Wird die Order durch eine Veränderung der bei der Berechnung des VBBO berücksichtigten Liquidität ausführbar, Ändert sich die Marktlage an einem Referenzmarkt dergestalt, dass die Order zum VBBO ausführbar wird, wird die Order erneut dem zuständigen Liquidity Provider zur Ausführung bis zum neu verfügbaren Volumen zugewiesen. Die Geschäftsführung legt den Referenzmarkt fest und wie die Marktlage ermittelt wird. Dieser Vorgang wird ggf. wiederholt, bis die Order vollständig ausgeführt wurde, oder sie ihre Gültigkeit verliert. Sie behält den Zeitstempel, der beim ersten Eintreffen im elektronischen Handelssystem vergeben wurde.
  - (b) Wird am Heimatmarkt ein Geschäft zu einem besseren Preis als ihr Limit getätigt, wird die Order vom zuständigen Liquidity Provider zu ihrem Limit ausgeführt. Die Order wird bis zum Volumen des Geschäfts am Heimatmarkt ausgeführt.

### § 49 Inkrafttreten

Die Bedingungen für die Geschäfte im elektronischen Handel an der Börse Berlin treten mit Veröffentlichung der Börsenordnung vom ~~14. August 2023~~ 20. Juni 2025 im Amtsblatt für Berlin in Kraft.