

Inhaltsübersicht

| | |
|------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Vorwort..... | 9 |
| Inhaltsverzeichnis..... | 13 |
| Einleitung | |
| A. Gründe der zunehmenden Aufmerksamkeit für die Börse und das Kapitalmarktrecht..... | 25 |
| B. Besonderheiten des Blockhandels..... | 29 |
| C. Die untersuchten Regulierungsregime..... | 38 |
| D. Die verschiedenen Markttypen..... | 49 |
| E. Händler und „Natürliche Gegenseiten“..... | 53 |
| Teil 1: Mikroökonomik der Blocktransaktionen und allgemeine Marktregulierung | |
| A. Szenario 1 – „Normale Marktbenutzung“..... | 57 |
| B. Szenario 2 – Bilaterale Suche für den Handel ‘en bloc’..... | 118 |
| Teil 2: Marktmissbrauch | |
| A. Kursmanipulation..... | 154 |
| B. Insiderhandel | 227 |
| C. Frontrunning..... | 283 |
| Ergebnis | |
| A. Zum Teil 1: Mikroökonomik der Blocktransaktionen und allgemeine Marktregulierung..... | 320 |
| B. Zum Teil 2: Marktmissbrauch..... | 323 |
| C. Allgemeines Hauptproblem: unklare Verhältnisse..... | 326 |
| D. Die Probleme im Einzelnen..... | 327 |
| E. Reformüberlegungen..... | 339 |
| Literaturverzeichnis..... | 351 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|-----------------------|----|
| Vorwort..... | 9 |
| Inhaltsübersicht..... | 11 |

Einleitung

| | |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| A. Gründe der zunehmenden Aufmerksamkeit für die Börse und das Kapitalmarktrecht..... | 25 |
| 1. Veränderte Finanzierungspraxis der Unternehmen..... | 26 |
| 2. Bedeutung des Sekundärmarktes für die Kapitalkosten der Emittenten.... | 26 |
| B. Besonderheiten des Blockhandels..... | 29 |
| 1. Begriff des Blockhandels | 30 |
| a) Abgrenzung vom Pakethandel..... | 30 |
| b) Abgrenzung vom Package-, Program- oder Basket Trade..... | 31 |
| 2. Gang der Untersuchung..... | 33 |
| 3. Überblick über die Fragestellungen..... | 35 |
| a) Marktrisiken und Transaktionskosten..... | 35 |
| b) Gefahren für die Marktintegrität..... | 37 |
| C. Die untersuchten Regulierungsregime..... | 38 |
| 1. Die Märkte im Einzelnen..... | 39 |
| 2. Überblick über die jeweiligen Regulierungs- und Aufsichtsstrukturen..... | 42 |
| a) Deutschland..... | 42 |
| b) Vereinigte Staaten | 44 |
| c) Großbritannien..... | 46 |
| D. Die verschiedenen Markttypen | 49 |
| a) Market Maker Börsen..... | 49 |
| b) Auktionsbörsen..... | 50 |
| c) Einordnung der untersuchten Märkte..... | 51 |
| d) Relevanz des Markttyps für das Blockgeschäft..... | 52 |
| E. Händler und „Natürliche Gegenseiten“ | 53 |
| 1. Varianten des Direkthandels unabhängig vom Markttypus..... | 54 |
| 2. Besondere Bedeutung des Kursrisikos beim Blockgeschäft..... | 54 |

Teil 1: Mikroökonomik der Blocktransaktionen und allgemeine Marktregulierung

| | |
|---------------------------------------------------------------------------|-----------|
| A. Szenario 1 – „Normale Marktbenutzung“ | 57 |
| 1. Unmittelbare Einwirkung auf die Marktsituation („Market Impact“)..... | 58 |
| a) Märkte nicht perfekt effizient..... | 59 |
| b) Unsichtbare oder latente Liquidität..... | 60 |
| 2. Informationseffekt | 62 |
| 3. Zusammenfassung des Transaktionskostenproblems..... | 64 |
| 4. Handelsstrategien und Interaktion der Effekte..... | 65 |
| a) Liquiditäts- oder Suchkosten..... | 65 |
| b) Bedeutung der Informationen..... | 66 |
| (1) Offenes Orderbuch..... | 67 |
| (2) Geschlossenes Orderbuch..... | 68 |
| c) Faktische unentgeltliche Option („free trading option“)..... | 68 |
| 5. Unterschiede beim Market Maker-Handel..... | 69 |
| a) Market Impact | 70 |
| b) Informationseffekt..... | 71 |
| 6. Unterschiedliche Transparenz der Börsen..... | 73 |
| a) Allgemeines | 73 |
| b) Pre Trade-Transparenz-Regelungen..... | 74 |
| (1) New York Stock Exchange..... | 75 |
| (a) Vorteile der ausgeprägten Transparenz..... | 80 |
| (b) NYSE Rule 127 | 81 |
| (2) Nasdaq Stock Market..... | 82 |
| (3) London Stock Exchange..... | 85 |
| (a) SETS..... | 86 |
| (b) SEAQ und SEAQ-International | 86 |
| (i) Treuepflicht gegenüber dem Market Maker – LSE Rule 4.25/3.48 | 87 |
| (ii) Stillhalteverpflichtung der Market Maker – LSE Rule 2.33.... | 89 |
| (iii) Besonderheiten für Equity Inter Dealer Broker..... | 91 |
| (c) Zusammenfassung der Situation an der LSE..... | 92 |
| (4) Frankfurter Wertpapierbörsen..... | 92 |

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| (a) Bisherige Situation..... | 93 |
| (b) Neueinführung von Xetra XXL..... | 94 |
| (5) Zusammenfassung der Situation an den untersuchten Märkten..... | 95 |
| c) Post Trade-Transparenz der Börsengeschäfte..... | 96 |
| (1) Bedeutung der Post Trade-Transparenz für die Transaktionskosten..... | 96 |
| (2) Mögliche Vorteile der Transparenz für die Beteiligten..... | 98 |
| (3) Die Märkte im Einzelnen..... | 99 |
| (a) New York Stock Exchange..... | 99 |
| (b) Nasdaq Stock Market..... | 102 |
| (c) London Stock Exchange..... | 107 |
| (i) Trade Reporting – Meldung der Transaktion an die Börse.... | 107 |
| (ii) Publication – die Veröffentlichung der Handelsdaten..... | 108 |
| (iii) Block Trade Facility – LSE Rule 8.30..... | 109 |
| (iv) SETS-Werte von Block Trade Facility ausgenommen..... | 110 |
| (v) Ausgleich durch Möglichkeit des Worked Principal Agreement | 111 |
| (vi) Inter Dealer Broker | 113 |
| (d) Frankfurter Wertpapierbörsen..... | 114 |
| B. Szenario 2 – Bilaterale Suche für den Handel ‘en bloc’ | 118 |
| 1. Bilaterale Suche..... | 119 |
| 2. Abwicklung eines bilateral arrangierten Geschäfts über die Börse..... | 121 |
| a) Übertragung auf Market Maker-Systeme..... | 121 |
| b) Vor- und Nachteile der Abwicklung über die Börse..... | 122 |
| c) Die Situation an den Märkten im Einzelnen..... | 124 |
| (1) New York Stock Exchange..... | 124 |
| (a) Börsenzwang durch NYSE Rule 390 bis ins Jahr 2000..... | 125 |
| (b) Interaktion mit außenstehenden Aufträgen..... | 127 |
| (i) Sonderregelung für die börsliche Abwicklung von Block Trades – NYSE Rule 127 | 127 |
| (ii) NYSE Rules 76 und 72 | 130 |
| (c) Zusammenfassung..... | 132 |
| (2) Nasdaq Stock Market..... | 132 |
| (a) Abschluss über das Nasdaq-System..... | 132 |
| (b) Interaktion mit außenstehenden Orders..... | 133 |

| | |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| (3) London Stock Exchange..... | 134 |
| (a) Börsenfiktion statt Börsenzwang..... | 134 |
| (b) Interaktion mit außenstehenden Orders – LSE Rule 4.22..... | 134 |
| (c) Auswertung der LSE-Regeln..... | 136 |
| (4) Frankfurter Wertpapierbörs..... | 136 |
| (a) Kein echter Börsenzwang..... | 136 |
| (b) Ausführung vorrangiger Geschäfte über die Börse?..... | 137 |
| (i) Abschluss über Xetra verboten | 138 |
| (ii) Exkurs – Schutz des freien Zustandekommens der Kurse..... | 139 |
| (c) Einordnung der Neuerung Xetra XXL..... | 139 |
| d) Zusammenfassung der Lage an den untersuchten Märkten..... | 140 |
| 3. Nachteile des außerbörslichen Handels für den Finanzplatz..... | 141 |
| a) Zersplitterung der Liquidität..... | 141 |
| b) Nachteile für die Preisbildung..... | 142 |
| 4. Eine Frage der Alternativen – Bedeutung der Regulierung des außerbörslichen Handels für die jeweilige Börse..... | 143 |
| 5. Anwendbarkeit der Post Trade-Transparenz-Regeln..... | 143 |
| a) New York Stock Exchange & Nasdaq Stock Market..... | 144 |
| b) London Stock Exchange..... | 145 |
| c) Frankfurter Wertpapierbörs..... | 146 |
| 6. Auswertung des internationalen Vergleichs..... | 148 |
| a) Umfassende Transparenz in den USA und Großbritannien..... | 148 |
| b) Auswirkungen auf die Preisqualität..... | 149 |
| c) Anreiz zur Umgehung der Börsen..... | 151 |

Teil 2: Marktmissbrauch

| | |
|--------------------------------------------------------------|-----|
| A. Kursmanipulation..... | 154 |
| 1. Zwei Ansatzpunkte der Kursbildung..... | 154 |
| 2. Schädlichkeit der Manipulation..... | 155 |
| a) Gemeinsamkeiten mit dem Insiderhandel..... | 155 |
| b) Größere Schädlichkeit für die Markteffizienz..... | 157 |
| 3. Relevanz des Themas für den Blockhandel..... | 157 |
| a) Abgrenzung von großvolumigen Manipulationsgeschäften..... | 157 |

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| b) Informationsbasierte Manipulation..... | 159 |
| c) Probleme bei handelsbasierter Manipulation und multilateraler Ausführung des Blockgeschäfts..... | 159 |
| d) Ausnutzung des "verfälschten Kurses" durch bilaterale Geschäfte..... | 160 |
| 4. Manipulation durch tatsächliche Handelsaktivitäten..... | 161 |
| a) Spezifisches Risiko im Zusammenhang mit Blocktransaktionen..... | 162 |
| b) Feststellung manipulativer Transaktionen..... | 163 |
| (1) Kriterium der Kursbeeinflussungsabsicht..... | 164 |
| (2) Indizwirkung der prima facie ökonomisch unsinnigen Geschäfte | 165 |
| (3) Anreizträchtigkeit der Situation als Kriterium..... | 166 |
| 5. Exkurse | 168 |
| a) Institutionalisierung des Risikos durch Einführung von Xetra XXL..... | 168 |
| b) Aktuelle Diskussion über Abfindung zum Börsenkurs..... | 169 |
| c) Vergleichbarkeit mit Kurspflegemaßnahmen..... | 169 |
| (1) Bedeutung der Information..... | 170 |
| (2) Kursbeeinflussung der Zeichnerseite..... | 172 |
| d) Bedeutung der Transparenz des Referenzmarktes..... | 172 |
| 6. Die Märkte im Einzelnen..... | 172 |
| a) New York Stock Exchange | 172 |
| (1) Section 9 S.E.A..... | 173 |
| (a) Section 9 (a) (1) S.E.A. | 175 |
| (b) Section 9 (a) (2) S.E.A. – Veranlassung zu Transaktionen..... | 175 |
| (i) Exkurs – Stimulierung des Marktes zur multilateralen Platzierung eines Blocks..... | 176 |
| (ii) Extensive Auslegung der Norm hilfreich?..... | 177 |
| (c) Section 9 (a) (6) S.E.A. | 177 |
| (i) Verstoß gegen zu erlassende Regeln als Tatbestandsmerkmal | 178 |
| (ii) Regulation M auf Blockverkauf anwendbar?..... | 179 |
| (2) Section 10 S.E.A..... | 180 |
| (a) Short Sale Rule – Section 10 (a) S.E.A. in Verbindung mit SEC Rule 10a-1..... | 180 |
| (i) Ausnahme für besondere Block Trade-Situation..... | 182 |

| | |
|---------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| (ii) Erläuterung | 182 |
| (b) Die Generalklausel – Section 10 (b) S.E.A. in Verbindung mit SEC Rule 10b-5 | 183 |
| (i) Aufklärungspflicht und Täuschung..... | 184 |
| (ii) Systematische Würdigung..... | 185 |
| (iii)Ergebnis..... | 186 |
| (3) NYSE Rule 97..... | 186 |
| (a) Verbote bei Vorliegen der anreizträchtigen Situation..... | 188 |
| (b) Ausnahmen bei Vorliegen anderer plausibler Motive..... | 189 |
| (c) Ergebnis..... | 190 |
| (d) Vergleich zum Regelungsansatz der staatlichen Regulierung.... | 190 |
| (4) NYSE Information Memorandum No. 95-28..... | 191 |
| (a) Teilweise Vorwegnahme von Market Impact und Information Effect | 193 |
| (b) Abgrenzung zum Frontrunning..... | 194 |
| (5) Allgemeine Sanktionsnorm – NYSE Rule 476..... | 194 |
| (6) Ergebnis | 196 |
| b) Nasdaq Stock Market | 196 |
| (1) Unanwendbarkeit von Section 9 S.E.A..... | 196 |
| (2) Section 15 (c) S.E.A. | 197 |
| (3) NASD Manual Rules 2120 und 3350..... | 198 |
| c) London Stock Exchange..... | 200 |
| (1) Gesetzliche Neuregelung durch den F.S.M.A. 2000..... | 200 |
| (a) Section 118 F.S.M.A. als Zentralnorm für Marktmisbrauchsfälle | 200 |
| (b) Ermächtigung der FSA zum Erlass von Verwaltungsvorschriften..... | 202 |
| (2) Der Code of Market Conduct..... | 202 |
| (a) Erzeugen falscher oder irreführender Eindrücke..... | 203 |
| (b) Künstliche Transaktionen..... | 204 |
| (c) Marktverzerrung..... | 205 |
| (d) Zusammenfassung der Market Conduct-Regeln..... | 206 |
| (3) LSE Rules | 207 |
| (4) Ergebnis | 208 |
| d) Frankfurter Wertpapierbörs..... | 209 |

| | |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| (1) § 88 Börsengesetz..... | 209 |
| (a) Unrichtige Angaben über bewertungserhebliche Umstände..... | 211 |
| (b) Sonstige auf Täuschung berechnete Mittel..... | 211 |
| (i) Täuschung über die Motive?..... | 212 |
| (ii) Systematische Bedenken..... | 213 |
| (iii) Reihenfolge von Beeinflussung und Täuschung..... | 214 |
| (iv) Ergebnis..... | 214 |
| (c) Exkurs zu § 88 BörsG – Bedeutung von Leerverkäufen?..... | 214 |
| (2) Das Verbot der Kursmanipulation nach dem Entwurf zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz..... | 215 |
| (3) Exkurs: Die geplante Marktmisbrauchsrichtlinie der EU..... | 215 |
| (3) § 31 Abs. 1 WpHG | 220 |
| (a) Kursmanipulationen erfasst?..... | 220 |
| (b) Erfordernis des Einsatzes „betrügerischer Mittel“..... | 221 |
| (c) Allgemeines Verbot von Handlungen zum Nachteil des Kunden | 222 |
| (d) Sanktionen bei Verstoß gegen § 31 WpHG?..... | 222 |
| (4) Betrug nach § 263 StGB..... | 223 |
| (5) Selbstregulierung..... | 224 |
| (6) Ergebnis | 225 |
| 7. Vergleich | 226 |
| B. Insiderhandel | 227 |
| 1. Marktumstände als Insidertatsachen..... | 228 |
| 2. Geschäfte aufgrund der Kenntnis vom bevorstehenden Block-Trade..... | 229 |
| 3. Die Regelungen an den einzelnen Märkten..... | 230 |
| (1) New York Stock Exchange & Nasdaq Stock Market..... | 230 |
| (a) Historischer Hintergrund des Insiderhandelstatbestandes..... | 231 |
| (b) Gesetzliche Grundlagen | 231 |
| (c) Die Schwierigkeiten mit SEC Rule 10b-5 | 232 |
| (d) Marktinformation als Insidertatsache?..... | 234 |
| (i) Bedeutung von SEC Rule 14e-3 | 235 |
| (ii) Die Entscheidung in United States v. Carpenter..... | 236 |
| (iii) Von SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. bis zur Misappropriation Theory | 237 |

| | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| (e) Bedeutung des öffentlichen Bekanntwerdens..... | 238 |
| (i) Unterschied zwischen Handelsinformationen und sonstigen (?) Insidertsachen | 239 |
| (ii) Reaktion der Marktteilnehmer im verbundenen Markt..... | 241 |
| (f) Kursveränderung nur kurzfristig..... | 242 |
| (g) Ist ein Treuebruch erforderlich und wem gegenüber muss die Treuepflicht bestehen?..... | 243 |
| (h) Der Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act 1988 | 245 |
| (i) Ergebnis..... | 245 |
| (2) London Stock Exchange..... | 246 |
| (a) Die Insiderregelung des Criminal Justice Act 1993..... | 246 |
| (i) Anwendbarkeit auf Marktinformationen im engeren Sinne | 247 |
| (ii) „Vernünftigkeit“ der Verwertung der Marktinformation..... | 249 |
| (iii)Vermutungen über Ursprung des Kriteriums..... | 249 |
| (iv)Übertragung auf den Beispielsfall..... | 250 |
| (v) Kriterium der Kurserheblichkeit „bei öffentlichem Bekanntwerden“ | 251 |
| (b) Die Regelung des Financial Services and Markets Act 2000.... | 253 |
| (i) Sonderregelung für Trading Information durch MAR 1.4.26..... | 255 |
| (ii) Auswertung | 256 |
| (c) Unterschiede der beiden Regelungen..... | 257 |
| (d) Exkurs – Zusammenspiel der Konzepte von Insiderhandel und Frontrunning..... | 257 |
| (e) Bedeutung der verzögerten Publikation von Großtransaktionen | 259 |
| (f) Bedeutung für das Inter Dealer Broker-System..... | 260 |
| (g) Ergebnis..... | 261 |
| (3) Frankfurter Wertpapierbörs..... | 262 |
| (a) §§ 12-14 WpHG | 263 |
| (b) Markttatsachen im weiteren Sinne..... | 264 |
| (c) Markttatsachen im engeren Sinne..... | 264 |
| (i) Bezug zum Insiderpapier..... | 265 |
| (ii) Tatsache nicht öffentlich bekannt | 266 |

| | |
|------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| (iii) Kurserheblichkeit des hypothetischen öffentlichen Bekanntwerdens der Tatsache..... | 267 |
| (iv) Exkurs – Abgrenzung zu Vermutungen über der Order zugrundeliegende Motive..... | 268 |
| (v) Sinn des Tatbestandsmerkmals – „im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens“..... | 269 |
| (vi) Einordnung unter normativen Gesichtspunkten..... | 272 |
| (vii) Merkmal der Erheblichkeit der Kursveränderung..... | 274 |
| (viii) Ergebnis..... | 276 |
| (4) Vergleich..... | 279 |
| C. Frontrunning..... | 283 |
| 1. Terminologie | 283 |
| 2. Frontrunning in verbundenen Werten..... | 285 |
| 3. Transaktionen an anderen Börsen | 286 |
| 4. Die Regelungen an den einzelnen Märkten..... | 286 |
| a) New York Stock Exchange | 287 |
| (1) NYSE Information Memorandum No. 89-53..... | 287 |
| (a) Muss es sich um Kundenorder handeln?..... | 289 |
| (b) Intermarket-Frontrunning..... | 289 |
| (c) Weitergabeverbot | 290 |
| (d) ‘Anticipatory Hedging’ | 290 |
| (e) Dogmatische Verortung des Verbots..... | 291 |
| (2) NYSE Rule 92 | 292 |
| (a) Frontrunning nur mittelbar erfasst..... | 293 |
| (b) Systematische Einordnung des Frontrunning-Tatbestands..... | 294 |
| (3) NYSE Information Memorandum No. 95-28..... | 294 |
| (4) Shingle Theory – Anwendung von Rule 10b-5..... | 297 |
| (5) Section 15 (f) S.E.A..... | 298 |
| (6) Ergebnis | 299 |
| b) Nasdaq Stock Market | 300 |
| (1) IM-2110-3 – NASD Notice to Members No. 87-69..... | 301 |
| (a) “Intra”market-Frontrunning..... | 302 |
| (b) Besonderheiten des Market Maker-Handels..... | 302 |
| (c) Verbleibende Lücken | 303 |

| | |
|------------------------------------------------------------|-----|
| (2) IM-2110-2 – NASD Notice to Members 95-43..... | 303 |
| (a) Allgemeiner Vorrang der Kundenorder..... | 304 |
| (b) Frontrunning nach gescheiterter Anfrage..... | 305 |
| (3) Best Execution-Verpflichtung..... | 305 |
| (4) Ergebnis | 305 |
| c) London Stock Exchange..... | 306 |
| (1) Conduct of Business Sourcebook der FSA..... | 306 |
| (2) LSE Rule 2.33..... | 307 |
| (3) Ergebnis | 308 |
| d) Frankfurter Wertpapierbörsé..... | 308 |
| (1) § 31 WpHG | 309 |
| (a) Intermarket-Frontrunning..... | 310 |
| (b) Anticipatory Hedging..... | 310 |
| (2) Besondere Verhaltensregeln des § 32 Abs. 1 WpHG..... | 311 |
| (3) Wohlverhaltensrichtlinie des Bundesaufsichtsamtes..... | 312 |
| (4) Ergebnis | 313 |
| (a) Überschneidungen mit dem Insiderhandelsverbot..... | 314 |
| (b) Sinn und Berechtigung der Frontrunning-Regel..... | 315 |
| 5. Vergleich..... | 316 |

Ergebnis

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| A. Zum Teil 1: Mikroökonomik der Blocktransaktionen und allgemeine Marktregulierung | 320 |
| B. Zum Teil 2: Marktmissbrauch..... | 323 |
| C. Allgemeines Hauptproblem: unklare Verhältnisse..... | 326 |
| D. Die Probleme im Einzelnen..... | 327 |
| 1. Pre Trade-Transparenz | 328 |
| 2. Post Trade-Transparenz..... | 329 |
| 3. Börsenzwang..... | 331 |
| 4. Börslicher Abschluss verhandelter Geschäfte..... | 332 |
| 5. Kursmanipulation | 334 |
| 6. Handelsinformationen als Insidertatsachen?..... | 336 |

| | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 7. Insiderrelevanz der Handelsinformationen und nicht bzw. verzögert berichtete Geschäfte | 337 |
| 8. Systematische Abgrenzung von Insiderhandel und Frontrunning..... | 338 |
| E. Reformüberlegungen | 339 |
| 1. Maßnahmen zur Eingliederung der Blocktransaktionen in den Börsenhandel | 339 |
| a) Erleichterung des Blockhandels an der Börse..... | 340 |
| b) Transparenzvorschriften auch für außerbörslichen Handel – Allgemeine Veröffentlichung von Umsätzen und Kursen..... | 341 |
| c) Möglichkeit der Abwicklung vorarrangierter Geschäfte..... | 343 |
| d) Börsenzwang | 344 |
| e) Zusammenfassung..... | 346 |
| 2. Neufassung des Rechts der Kursmanipulationen..... | 347 |
| 3. Klärung von Umfang und Grenzen des Insideratbestandes..... | 348 |
| 4. Eigenständigkeit des Frontrunning-Tatbestands..... | 349 |
| Literaturverzeichnis..... | 351 |