

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 Wertpapierbörse.....	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 Wertpapierbörse.....	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 Wertpapierbörse.....	136
(a) Kein echter Börsenzwang.....	136
(b) Ausführung vorarrangierter 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 Wertpapierbörse.....	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 Marktmissbrauchsfälle	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 Wertpapierbörse.....	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 Marktmissbrauchsrichtlinie 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 (?) Insiderfakten.....	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 Beispielfall.....	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 Wertpapierbörse.....	262
(a) §§ 12-14 WpHG	263
(b) Marktfakten im weiteren Sinne.....	264
(c) Marktfakten 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 Wertpapierbörse.....	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 Insidertatbestandes.....	348
4. Eigenständigkeit des Frontrunning-Tatbestands.....	349
Literaturverzeichnis.....	351