

Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

Jan Liersch

**Nachteile für den Finanzplatz
durch außerbörsliche
Wertpapiergeschäfte**

Nr. 109



Institut für Bankrecht

Arbeitspapiere

Dr. Jan Liersch

Nachteile für den Finanzplatz durch außerbörsliche Wertpapiergeschäfte

Kurz nach dem Inkrafttreten des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes im Juni letzten Jahres sind schon die nächsten Reformüberlegungen in Gang gekommen. Der 64. Deutsche Juristentag im September beschäftigte sich u.a. mit der Frage, ob im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln sei. Nun liegt zudem seit November 2002 ein Entwurf der Europäischen Kommission für eine neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie auf dem Tisch. Die verschiedenen Reformüberlegungen bzw. -entwürfe sind in jedem Fall zu begrüßen. Der jüngste Akt unseres nationalen Gesetzgebers wird wohl zu Recht lediglich als Schritt in die richtige Richtung, nicht aber als hinreichende Lösung der aktuellen Probleme in diesem Bereich gesehen. Der folgende Aufsatz untersucht, welche Nachteile sich aus dem zunehmenden außerbörslichen Wertpapierhandel für den Finanzplatz ergeben und welche regulatorischen Antworten sich zu deren Vermeidung anbieten.

A. Einleitung: zunehmende Konkurrenz für unsere Börsen

Der Aktienhandel an den deutschen Börsen steht heute nicht mehr konkurrenzlos da, sondern sieht sich zunehmender Konkurrenz aus dem In- und Ausland gegenüber. Die Wettbewerber im Kampf um die Ausführung von Geschäften in Aktien deutscher und ausländischer Emittenten sind dabei nicht mehr nur die ausländischen Börsen, sondern neuerdings auch hiesige Banken und sonstige Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die inzwischen nicht mehr jede Kundenorder zur Ausführung an die Börse weiterleiten, sondern immer häufiger die Kundenorders selbst intern ausgleichen. Hiervon sind letztlich jedoch nicht nur die Börsen betroffen, die Umsätze verlieren, sondern ganz wesentlich auch Emittenten und Anleger. Die Zukunft unseres Finanzplatzes wird deshalb davon abhängen, wie sich die hiesigen Institutionen, insbesondere die deutschen Börsen, im globalen Wettbewerb mit den verschiedenen börslichen und vor allem nicht-börslichen Handelssystemen behaupten können.¹ Die in den letzten Jahren in Großbritannien und den Vereinigten Staaten zu verzeichnenden, steigenden Marktanteile alternativer Handelssysteme sind als Anzeichen für den möglichen Verlauf der Entwicklung hierzulande zu beachten. Hinzu tritt jüngster Vergangenheit die Internalisierung durch die

¹ Auf die große Bedeutung des heimischen Finanzplatzes für Anleger wie Unternehmen allgemein einerseits und die eines funktionierenden Sekundärmarktes (vgl. auch Fn. 59) für den Emissionsbereich, und damit die Kapitalkosten Unternehmen andererseits kann hier aus Platzgründen nicht näher eingegangen werden.

Banken.² All dies führt zu einem verstärkten außerbörslichen Handel und damit zu einer Fragmentierung des Aktienhandels.³ Wie im Folgenden näher aufzuzeigen sein wird, beeinträchtigt diese Entwicklung neben der Liquidität und der Transparenz des Marktes auch dessen Integrität⁴. Manche dieser Probleme erweisen sich als notwendige Folge des – sonst durchaus vorteilhaften – Wettbewerbs der Marktplätze und Ausführungsmodalitäten. Teilweise werden die Auswirkungen jedoch auch durch die hiesigen regulativen Rahmenbedingungen bedingt bzw. verstärkt, so dass sich die Frage nach Abhilfemöglichkeiten des Gesetzgebers stellt. Die auf die neue Konkurrenz für die Börsen zurückzuführende Zunahme außerbörslicher Transaktionen trifft in Deutschland mit einem zweiten Bereich außerbörslichen Handels zusammen. Aufgrund einer regulatorischen Eigenheit – und deshalb anders als etwa in den Vereinigten Staaten oder Großbritannien – wird in Deutschland die weit überwiegende Anzahl so genannter Blocktransaktionen im außerbörslichen Direkthandel, d.h. insbesondere per Telefon abgewickelt.⁵ Der Begriff der Blocktransaktion bezieht sich auf den Kauf oder Verkauf einer großen, allerdings in der Regel nicht kontrollrelevanten⁶ Menge von Wertpapieren *eines* Emittenten.⁷ Der Anteil von Blocktransaktionen am Gesamtumsatz von Nasdaq oder New York Stock Exchange ist so erheblich⁸, dass schon insoweit ein beträchtliches Liquiditätsminus und damit ein Wettbewerbsnachteil der deutschen Börsen besteht. Die Einführung eines speziellen Blockhandelssegments unter der Bezeichnung Xetra XXL durch Frankfurter Wertpapierbörse und Deutsche Börse AG hat hieran nichts Entscheidendes ändern können.⁹ Aufgrund des

² Unter dem Stichwort der Internalisierung wird der bankinterne Ausgleich passender Kauf- und Verkaufsaufträge der Kunden, sowie entsprechende Eigengeschäfte verstanden. Hierdurch werden die mit der börslichen Auftragsausführung verbundenen Kosten, z.B. Kommissionen, eingespart.

³ Vergleiche hierzu die Begründung des Eingangs erwähnten Entwurfs der Europäischen Kommission Abschnitt II.1, COM (2002) 625, S. 11 ff.; im Internet unter: europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/isd/docs/dir-proposal_de.pdf.

⁴ Aufgrund der im folgenden noch näher zu untersuchenden Intransparenz des außerbörslichen Handels in Deutschland entstehen spezifische Insiderrisiken. Vergleiche Erwägungen Nr. 5 und Nr. 32 des Entwurfs der Europäischen Kommission, COM (2002) 625, a.a.O. (Fn. 3), S. 45, 50;.

⁵ „Blockhandel bleibt Domäne des Telefons – Nach Xetra-Rekord auf XXL kehrt wieder Ruhe ein“, *Börsen-Zeitung*, 14.06.02: Das hängt damit zusammen, dass Block Trader zur Minimierung adverser Preiseffekte versuchen, ihre Geschäfte vor anderen Marktteilnehmern zu verbergen. Dies ist in Deutschland durch außerbörsliche Transaktionen, die keinen Veröffentlichungspflichten unterliegen, besonders gut möglich.

⁶ Etwa im Sinne von § 29 Abs. 2 WpÜG.

⁷ Näher *Liersch*, Regulierung des Blockhandels an den organisierten Aktienmärkten der Vereinigten Staaten, Großbritanniens und Deutschlands, 2002.

⁸ An der NYSE betrug der Anteil der Blocktransaktionen in den letzten zwölf Monaten jeweils zwischen 43 und 53 %, während er an am Nasdaq Stock Market jeweils zwischen 26 und 36 % betrug. Im Internet abrufbar unter: www.nyse.com/marketinfo/blockincome.html bzw. www.marketdata.nasdaq.com/asp/Sec4-BlockVol.asp.

⁹ Der Erfolg des Anfang 2001 eingerichteten separaten Blockhandelssegments (§ 42 c BörsO der FWB) war bisher sehr gering. An vielen Handelstagen, so in den gesamten letzten zwei Monaten des Jahres 2002, konnten überhaupt keine Umsätze verzeichnet werden. „Xetra XXL legt spektakulären Fehlstart hin. Null

wachsenden Anteils der indirekt, d.h. durch so genannte institutionelle Anleger¹⁰ gehaltenen Aktien ist mit einem tendenziell noch steigenden Anteil von Blocktransaktionen zu rechnen. Der Umstand der außerbörslichen Abwicklung von Blocktransaktionen und die Gründe dafür sind bisher wenig diskutiert worden.¹¹ Das Zusammentreffen mit der aktuellen Entwicklung sollte jedoch zum Anlass genommen werden, die Auswirkungen der *over the counter* („OTC“) Geschäfte, wie außerbörsliche Geschäfte im Börsianer-Jargon genannt werden, generell unter die Lupe zu nehmen.

B. Nachteile durch außerbörsliche Transaktionen

Der steigende Anteil außerbörslicher Aktientransaktionen stellt sich leider, wie bereits oben angedeutet, nicht nur als „individuelles“ Problem der Börsen und ihrer Träger dar, sondern als Problem für den Finanzplatz als solchen. Die Börsen verlieren Marktanteile und Umsätze. Durch die Fragmentierung des Handels wird die Liquidität und Preisqualität des Marktes insgesamt beeinträchtigt. Hierunter haben die Anleger, der Finanzplatz und letztendlich auch die inländischen Unternehmen als Emittenten zu leiden.¹²

I. Liquidität und Preisqualität leiden

Die zunehmende Ausführung von Wertpapiergeschäften außerhalb der Börsen bedroht deren traditionelle Funktion.¹³ Das Institut des börsenmäßige Wertpapierhandel dient zwei gesamtwirtschaftlich relevanten Zielen: Durch die Zentralisierung der Aufträge entsteht für die Wertpapiere ein möglichst liquider Markt, in dem Anleger ihre Kauf- und Verkaufsentscheidungen ohne die sonst exorbitanten Suchkosten in die Tat umsetzen können.¹⁴

Euro Umsatz im Blockhandelssystem seit Anfang März“, *Börsen-Zeitung*, 21.04.01; „Blockhandel bleibt Domäne des Telefons – Nach Xetra-Rekord auf XXL kehrt wieder Ruhe ein“, *Börsen-Zeitung*, 14.06.02.

¹⁰ Als institutionelle Anleger werden Kapitalsammelstellen bezeichnet. Hierzu zählen Banken, Versicherungen, Fondsgesellschaften etc., aber auch Unternehmen, die ihre Pensionskassen in Wertpapieren anlegen.

¹¹ Der Beitrag von *Gerke/Rasch*, Ausgestaltung des Blockhandels an der Börse, *Die Bank* 1992, S. 193-201, hat unter Juristen leider nicht allzu viele Diskussionen ausgelöst.

¹² Die Ergebnisse einer von London Economics in Zusammenarbeit mit PriceWaterhouseCoopers und Oxford Economic Forecasting (im Auftrag der Europäischen Kommission) erstellten Studie zeigen, dass die Integration der europäischen Finanzmärkte eine Erhöhung des Bruttoinlandprodukts der Union um 1,1 % und einen Anstieg der Beschäftigung um 0,5 % bewirken könnte. Siehe hierzu die Folgenabschätzung der Europäischen Kommission zum Richtlinienentwurf, a.a.O. (Fn. 3), S 114. Auf den Zusammenhang zwischen der Effizienz des Sekundärmarktes für die Kapitalkosten der Emittenten kann hier aus Platzgründen nicht eingegangen werden.

¹³ Vergleiche hierzu die Begründung des Richtlinienentwurfs der Europäischen Kommission COM (2002) 625, a.a.O. (Fn 3) S. 11 ff.

¹⁴ Ohne diese Möglichkeit wären sie im Zweifel nicht bereit, ihr Kapital zur Verfügung zu stellen oder sie würden eine entsprechende Entschädigung als Risikoaufschlag verlangen.

Ferner findet eine Preisermittlung statt, die nicht nur den Handelswilligen Anhaltspunkte für den Wert der Aktie bietet, sondern daneben bei vielen anderen volks- und betriebswirtschaftlichen Vorgängen Berücksichtigung findet. Beide Funktionen werden durch die Zunahme der außerbörslichen Transaktionen beeinträchtigt. Unter der Aufteilung der Aufträge auf verschiedene Handelssysteme leidet die Liquidität der Börsen, ohne dass die neuen Handelsplattformen einen vollwertigen Ersatz bieten könnten, weil insgesamt eine Zersplitterung der Liquidität stattfindet. Durch die Zersplitterung der Liquidität nimmt diese in ihrer Gesamtheit ab. Verteilt sich der gesamte *Orderflow* auf mehr Marktplätze, so verliert der Markt für das Wertpapier in seiner Gesamtheit an Liquidität. Auch hier kann auf die sich in den Begrifflichkeiten widerspiegelnde Analogie zu Flüssigkeiten zurückgegriffen werden: Wird ein Strom auf verschiedene Arme aufgespalten, so vermindern sich Breite, Tiefe und im Zweifel auch Fließgeschwindigkeit. Die Entnahme oder Zufügung einer bestimmten Menge der Flüssigkeit wird, soll eine Störung wie Austrocknung oder Überflutung vermieden werden, schwieriger und vor allem langwieriger. Übertragen auf den Wertpapierhandel bedeutet dies: Die Ausführung einer Transaktion wird riskanter und/oder teurer. Die marktplatzübergreifende Suche nach geeigneten Abschlussmöglichkeiten ist umständlich und zeitaufwendig und behindert damit die effiziente, d.h. schnelle und/oder kostengünstige Auftragsausführung. Eine marktplatzübergreifende Suche wird gar insoweit unmöglich gemacht, wie einzelne Marktplätze die bei ihnen aktuell bestehenden Handelsgelegenheiten nicht veröffentlichen oder sonst Dritten zugänglich machen.

Außerdem leidet unter der Fragmentierung des Handels die Qualität der Preisfindung.¹⁵ Die Börse fungiert als „Markt der Neuigkeiten“, auf dem jeder Teilnehmer durch seine Kauf- oder Verkaufsangebote und schließlich durch den Geschäftsabschluss zum Ausdruck bringt, welchen Wert er einem bestimmten *Investment* zumisst. Mithin ist die dadurch erfolgende Preisermittlung letztlich nichts anderes als eine Verarbeitung der in den Geboten der Marktteilnehmer verkörperten Informationen einschließlich subjektiver Wahrnehmungen und Wertungen. So fließen grundsätzlich die Informationen aller am Handelsgeschehen aktiv Beteiligten in die Kursbildung ein.¹⁶ Die Aufteilung der Aufträge auf die verschiedenen Marktplätze behindert diesen Prozess. Sie führt nämlich nicht zu jeweils selbständigen Preisermittlungen an den verschiedenen Marktplätzen, die man möglicherweise als Preisbildungswettbewerb begrüßen

¹⁵ Vergleiche Erwägung Nr. 27 des Entwurfs der Europäischen Kommission, COM (2002) 625, a.a.O. (Fn. 3), S. 49.

¹⁶ Selbst das Unterlassen einer Orderabgabe kann einen Informationsgehalt haben. Ist davon auszugehen, dass ein bestimmter, besonders kundiger Akteur das Marktgeschehen beobachtet und bei einer Abweichung des aktuellen Kurses von seinen Bewertungen Geschäfte tätigen würde, so kommt seiner Untätigkeit der Aussagegehalt zu, dass er den aktuellen Kurs für angemessen hält. Diese vereinfachende Darstellung lässt allerdings unberücksichtigt, dass die Differenz zwischen aktuellem Kurs und vermutetem wahren Wert die zweifachen Transaktionskosten übersteigen muss, um ein Geschäft sinnvoll erscheinen zu lassen.

könnte. Ein solcher Wettbewerb findet schon deshalb nicht statt, weil an vielen Marktplätzen keine selbständige Preisbildung im Sinne einer Ermittlung und Verarbeitung von Informationen über den Emittenten des Wertpapiers erfolgt. Das liegt daran, dass die zeitgleiche Existenz mehrerer Preise keine Bereicherung im Sinne von verbesserter Informationsermittlung und -verarbeitung darstellt, sondern eher Verwirrung stiftet. Nur ein Preis kann der „richtige“ sein, weshalb bei dem hypothetischen Wettbewerb der einzig mögliche Sieger derjenige ist, der aufgrund des größten zugrundeliegenden Transaktionsvolumens die effizienteste Informationsverarbeitung vorweisen kann. Der Sieger im Kampf um die Anlegeraufträge ist gleichzeitig Sieger im Wettstreit um den „richtigsten“ Preis. Aufgrund sonst eintretender Arbitrageprozesse¹⁷ konvergieren die Preise der verschiedenen Märkte für ein und dasselbe Wertpapier. Rein tatsächlich erfolgt daher an den übrigen Märkten ein so genanntes *Derivative Pricing*. Es erfolgt keine eigene Verarbeitung der wertbildenden Informationen, sondern die an der jeweiligen Leitbörse ermittelten Kurse werden explizit oder faktisch übernommen. Das passiert schon deshalb, weil schließlich niemand bereit ist, zu schlechteren Kursen abzuschließen als sie zur selben Zeit am Referenzmarkt möglich wären.¹⁸

Die Lage wird dadurch für alle Marktteilnehmer ungünstiger, dass die Fragmentierung des Handels die Menge der an der Leitbörse zur Informationsverarbeitung bzw. Preisfindung zur Verfügung stehenden Aufträge mindert. Dadurch verringert sich die Qualität der Preisbildung, die Aussagekraft der Kurse leidet.¹⁹ Pointiert könnte man sagen: Der verstärkte außerbörsliche Handel macht die Börse erst zum Einäugigen und dann zum König der „blinden“ Marktplätze. Diese unvermeidliche Folge der Fragmentierung, die man durch die (Kosten-)Vorteile des Wettbewerbs der Ausführungsmodalitäten aufgewogen sieht,²⁰ wird in Deutschland aber dadurch unnötig verschlimmert, dass die Kurse der außerbörslichen Transaktionen nach derzeitiger Rechtslage nicht zeitnah berichtet oder veröffentlicht werden müssen, weshalb dies im Regelfall auch unterbleibt.²¹ Die Folge ist, dass von den *over the counter*-Geschäften keinerlei Preissignale ausgehen und die ihnen enthaltenen Informationen nicht kommuniziert werden. Folglich können sie auch nicht bei den nächsten börslichen Geschäften berücksichtigt werden.

¹⁷ *Arbitrage* beschreibt das Ausnutzen von Preisdifferenzen eines Wirtschaftsgutes. Bei Wertpapieren profitiert der *Arbitrageur* von Preisunterschieden an verschiedenen Börsen oder Marktplätzen, d.h. er kauft zu einem möglichst niedrigen Kurs ein, um sofort zu einem möglichst hohen Kurs an einer anderen Börse zu verkaufen. *Arbitragegewinne* lassen sich vor allem erzielen, wenn hektische Kursveränderungen eines Marktes von anderen Marktteilnehmern noch nicht sofort nachvollzogen wurden.

¹⁸ Diese Leitbörse ist – wie oben dargestellt – selbstverständlich diejenige mit dem im betreffenden Papier größten Umsatz und der deshalb besten Preisbildung.

¹⁹ *Merkt*, Börsenrechtliches Teilgutachten G für den 64. DJT, 2002, S. 56.

²⁰ Begründung zum Entwurf der Europäischen Kommission, COM (2002) 625, a.a.O. (Fn. 3), S. 11 ff.

²¹ Die neue Regelung in § 24 Abs. 2 BörsG, nach der bei der Ermittlung des Börsenpreises auch Preise einer anderen Börse oder börsenähnlichen Einrichtung berücksichtigt werden können, mildert zwar die Symptome, beseitigt aber nicht die Ursache. Eine direkte Veröffentlichung unterbleibt und Geschäfte im Direkthandel werden bei der Börsenkursermittlung nicht einmal berücksichtigt.

Auch die bei außerbörslicher Ausführung den Kunden häufig gegebenen Garantien, einen mindestens ebenso guten Preis wie beispielsweise im Xetra-Handel zu erhalten, tragen – entgegen dem ersten Anschein – im Ergebnis nicht zur Sicherung der Preisqualität bei, weil die Qualität des Börsenkurses selbst leidet.²² Zwar wird zu Preisen gehandelt, die dem aktuellen Börsenkurs entsprechen; würden jedoch alle Orders, die abseits der Börse „zu Börsenkursen“ ausgeführt werden oder hierauf warten, tatsächlich an die Börse gebracht, so wäre der resultierende Kurs möglicherweise ein anderer. Dieser Kurs wäre zwar logischerweise nur für eine Seite günstiger, insgesamt jedenfalls aber gerechter²³. Je mehr Aufträge bei der Bildung des Kurses mitwirken, desto größer ist die Menge der verarbeiteten Informationen und desto aussagekräftiger ist das Ergebnis. Durch das *Derivative Pricing* wird den Orders ihre potentiell preisbildende Wirkung genommen. Daher ist festzuhalten, dass die Marktanteilsverluste der Börsen eine Verschlechterung der Liquidität, Transparenz und Preisqualität bedeuten.

II. Flucht in die Intransparenz des OTC-Handels

Wie oben festgestellt wurde, werden die Nachteile des zunehmenden außerbörslichen Handels hierzulande dadurch verstärkt, dass die so getätigten Geschäfte bisher keinerlei Handelstransparenz unterliegen. Weder die Gebote noch die tatsächlich getätigten Abschlüsse werden veröffentlicht. Das führt dazu, dass nicht einmal das oben beschriebene Nebeneinander der Preise existiert. Es besteht derzeit keine Verpflichtung, außerbörsliche Geschäfte zu veröffentlichen und vor allem auch kein zentrales Medium, das für eine aussagekräftige, d.h. vor allem zeitnahe Verbreitung der Informationen sorgen würde.

Problematisch ist jedoch nicht nur die beschriebene Intransparenz selbst, sondern auch die Tatsache, dass von ihr eine Anziehungskraft ausgeht, sie also einen Anreiz zur Umgehung der Börsen darstellt. In bestimmten Situationen kann es für den Handelsteilnehmer nämlich sinnvoll sein, zu verhindern, dass die Informationen über seine Geschäfte umgehend publik werden. Die Intransparenz des OTC-Handels ist daher nicht nur schädlich im Hinblick auf das Ziel eines möglichst transparenten Marktes, sondern greift auch in den Wettbewerb zwischen börslichen und nicht-börslichen Handelsalternativen ein. Die Diskrepanz zwischen umfassender börslicher Transparenz und außerbörslicher Intransparenz führt dazu, dass für besonders kurssensible Transaktionen die Transparenz der Börse bewusst vermieden und in die Intransparenz des außerbörslichen Handels ausgewichen wird. Besonders kurssensible Transaktionen bedeutet natürlich, dass in den Geschäften besonders wichtige Informationen „verkörpert“ sind oder dies von den Marktteilnehmern angenommen würde. Handelsteilnehmer, die aus verschiedenen, ökonomisch vernünftigen und zum Teil auch legitimen Gründen verhindern wollen, dass ihre

²² Vgl. *Rudolph*, Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – ist der Name Programm?, BB 2002, S. 1038.

²³ Ausgehend von dem Axiom, dass der Börsenkurs um so näher an den „wahren Wert“ des Investments gelangt, je mehr Informationen und Orders „verarbeitet“ werden. Vgl. *Merkt*, a.a.O. (Fn. 19), S. 56.

Geschäfte und die darin „enthaltenen“ Informationssignale für andere wahrnehmbar sind, werden dazu tendieren, die betreffenden Geschäfte außerbörslich abzuschließen. Hierzu zählen zum einen Insider, die aus ihrem Sonderwissen möglichst geräuschlos Gewinn ziehen wollen, zum anderen die bereits angesprochenen Block-Trader. Getätigte Insidergeschäfte signalisieren, soweit sie einen gewissen Umfang erreichen, dem aufmerksamen Marktbeobachter das Bestehen einer neuen Information als möglichem Auslöser für die gesteigerte Handelsaktivität. Um diese Signalwirkung zu vermeiden und weitere Insidergeschäfte tätigen zu können, machen sich Insider den bereits beschriebenen Umstand der Intransparenz von OTC Geschäften zunutze. Ihre außerbörslich abgeschlossenen Geschäfte werden nicht berichtet und führen deshalb auch nicht zu einer Preisanpassung. Üblicherweise reagiert der Börsenkurs des Insiderpapiers nämlich bereits auf die durch Insidergeschäfte verstärkte Handelsaktivität,²⁴ etwa zusätzliche Nachfrage, wodurch sich der Abstand zwischen dem Marktpreis und dem hypothetischen Kurs (d.h. unter Berücksichtigung der neuen Information) verringert. Die theoretische Gewinnspanne des Insiders reduziert sich entsprechend. Diese Kursveränderung sendet Signale an andere Marktteilnehmer aus, so genannte *Noise Trader*, die versuchen, aus der so erahnten, noch nicht als solche bekannten Information ebenfalls Kapital zu schlagen. Ihre gleichgerichteten Geschäfte vermindern die Gewinnspanne des Insiders. Folglich tut dieser gut daran, seine Insidergeschäfte ohne Beobachtung durch den Markt und potentielle *Noise Trader* zu tätigen, indem er auf alternative, nicht transparente Handelssysteme ausweicht. Es liegt auf der Hand, dass die Gewährung dieser Nische nicht im Interesse einer transparenten und fairen und damit den Anleger schützenden Marktordnung ist.

Auch die bereits erwähnten Blockhändler „fliehen“ in die Intransparenz des OTC-Handels. Aktienblöcke können wegen des bloßen Mengeneffekts²⁵ und möglicher Informationssignale²⁶ kursrelevant sein. Das Intransparenzbedürfnis der Block-Trader wird seitens des Gesetzgebers anerkannt: In §§ 13, 24 BörsG²⁷ wird den Börsen die Möglichkeit eingeräumt, im Rahmen ihrer Börsenordnungen für bestimmte Transaktionen eine Verzögerung der Veröffentlichung vorzusehen. Seit knapp zwei Jahren macht die Frankfurter Wertpapierbörse hiervon Gebrauch

²⁴ So werden besondere Kursausschläge vor Bekanntwerden einer kursrelevanten Tatsache typischerweise als Anzeichen für erfolgte Insidergeschäfte gewertet.

²⁵ Auch *Market Impact* genannt: Eine Großorder verursacht bei einer normalen multilateralen Ausführung einen temporären Überhang auf der betreffenden Marktseite, wodurch der Kurs beeinflusst wird, vgl. *Rudolph*, a.a.O. (Fn. 22), S. 1041.

²⁶ Der so genannte Informationseffekt eines Block-Trades hängt unter anderem damit zusammen, dass der Marktbeobachter vermutet: Wer große Summen bewegt, muss gute Gründe hierfür haben, also von einer erheblichen Fehlbewertung durch den aktuellen Kurs ausgehen. Hinzu kommt, dass, wenn bei dem Geschäft ein Händler nur kurzfristig Liquidität zur Verfügung stellt, mit dem unmittelbar folgenden Abbau der eingegangenen Position zu rechnen ist. Dies wiederum bedeutet, dass der betreffende Überhang auf der entsprechenden Marktseite zu Kursveränderungen führen wird.

²⁷ Entspricht §§ 4, 11 BörsG a. F.

und ermöglicht die verzögerte Publizität der Transaktionen, die über das neue Blockhandelssegment Xetra XXL abgeschlossen werden. An dem hohen Anteil an außerbörslichen Blocktransaktionen hat sich dadurch bisher nichts Wesentliches geändert.²⁸ Nach wie vor ziehen die Blockhändler den „freien“ Direkthandel dem eng begrenzten Freiraum von Xetra XXL vor. Hinzu kommt, dass Xetra XXL gegenwärtig nicht zur Abwicklung direkt vorverhandelter Geschäfte geeignet ist.²⁹

III. Besondere Insiderrisiken

Die beschriebene Flucht in die Intransparenz und die außerbörslichen Transaktionen allgemein haben eine weitere negative Folge. Zusätzlich zu Transparenz und Liquidität wird die Integrität des Marktes beeinträchtigt. *Over the counter* getätigte und deshalb nicht veröffentlichte Transaktionen sind potentielle Insidertatsachen. Erfahren die Marktteilnehmer nicht von den Transaktionen³⁰ und damit von den in ihnen verkörperten Informationen,³¹ so handelt es sich um „nicht öffentlich bekannte Tatsachen“. Auf diese Weise werden diejenigen, die zufällig oder – weil selbst beteiligt – zwangsläufig Kenntnis von einer nicht berichteten aber möglicherweise kursrelevanten Transaktion haben, zu Insidern im Sinne des Insiderhandelsverbots.³² Unterstellt man einstweilen eine Kursrelevanz der Tatsache, dass ein bestimmtes Geschäft stattgefunden hat, so sind diejenigen, die aufgrund ihres insoweit bestehenden Informationsvorsprungs die weitere Kursentwicklung errahnen können, unbillig im Vorteil gegenüber den übrigen Marktteilnehmern. Es droht die für Insidergeschäfte charakteristische Ausnutzung zugangsbedingter Informationsasymmetrien. Durch die derzeit vom Gesetzgeber *geduldete* Intransparenz des OTC Handels entsteht – und zwar ohne Not - ein zusätzlicher Bereich „nicht öffentlich bekannter Tatsachen“. Zwar sind einzelne Transaktionen im Regelfall nicht

²⁸ Vgl. oben Fußnote 9. Es besteht für die Block-Trader derzeit keine Notwendigkeit, die besonderen Regeln von Xetra XXL zu beachten, um in den Genuß der (begrenzten) Intransparenz zu kommen während ein Mehr an Geheimnisschutz und wohl vor allem die Möglichkeit zur bilateralen Preisvereinbarung den außerbörslichen Direkthandel attraktiv macht..

²⁹ Die in die Blackbox Xetra XXL eingegebenen Aufträge werden zu dem Preis ausgeführt, der genau der Mitte der Geld-Brief-Spanne im laufenden Handel des offenen Xetra-Orderbuchs entspricht. Auf Xetra XXL findet somit keine aktive Preisbildung statt. Vielmehr werden die Preise aus dem offenen Orderbuch importiert. Deshalb ist es nicht möglich, dass zwei Parteien den Block zu einem vorher vereinbarten Preis über Xetra XXL kreuzen.

³⁰ Typischerweise besonders kurssensible Informationen über außerbörsliche Blocktransaktionen erlangen Unbeteiligte im Zweifel nicht zeitnah.

³¹ Natürlich werden nicht die hinter dem Geschäft als Motiv stehenden Informationen unmittelbar veröffentlicht, sondern chiffriert durch die Details des Geschäfts.

³² Zur möglichen Insiderqualität von Sekundärmarktatsachen, *Vinzant*, The New Improved Game of Insider Trading, Fortune Magazin, Vol. 139 (No. 11), 7. Juni 1999; *Liersch*, a.a.O. (Fn. 7), S. 227 ff.

kurserheblich im Sinne von § 13 Abs. 1 WpHG,³³ jedoch können bestimmte Rahmenbedingung eines Geschäfts³⁴ oder auch dessen Volumen dazu führen, dass eine solche Kursrelevanz besteht.³⁵ Auf die Gründe für eine solche Kursrelevanz wurde oben im Hinblick auf den Anreiz zur Umgehung der börslichen Transparenz eingegangen und es besteht im Grunde genommen Einigkeit über deren Existenz. Die Intransparenz des OTC-Handels führt also dazu, dass nicht nur den Insidern eine für ihre besonderen Bedürfnisse geeignete Handelsalternative gewährt wird, sondern es werden darüber hinaus zusätzliche Insiderrisiken geschaffen. Dies kann und sollte vom Gesetzgeber geändert werden.

C. Handelspublizität für außerbörsliche Geschäfte

Nachdem nun zahlreiche Probleme des OTC-Handels im Rahmen der gegenwärtigen Regulierung aufgezeigt wurden, ist es Zeit, zur einleitenden Fragestellung zurückzukehren und mögliche Ansatzpunkte für eine Gesetzesänderung zur Stärkung des Finanzplatzes zu liefern. Eine sinnvolle Antwort auf viele mit dem OTC-Handel verbundenen Probleme wäre eine gleichmäßige und umfassende Handelspublizität. Hierdurch könnte die Transparenz des Handels verbessert werden und der beschriebene Anreiz zur Umgehung der Börsen entfielen, was wiederum zur Verbesserung der Liquidität beitragen dürfte. Darüber hinaus würde die Integrität des Marktes gestärkt. Sämtliche Aktientransaktionen sollten denselben Melde- und Veröffentlichungspflichten unterstellt werden, unabhängig davon, wie und wo sie abgeschlossen werden. Eine ähnliche Regelung sieht der Richtlinienentwurf der Europäischen Kommission in Artikel 26 vor.³⁶

³³ Insiderrelevanz im Sinne von § 13 Abs. 1 WpHG bedeutet streng genommen, dass nicht die Transaktion selbst den Kurs beeinflusst (was immer der Fall wäre, wenn sie zufällig den Kurs „bildet“), sondern die Reaktion der anderen Marktteilnehmer. Auf die Frage, ob das Kriterium eines hypothetischen öffentlichen Bekanntwerdens sinnvoll ist, kann hier aus Platzgründen nicht näher eingegangen werden. *Liersch*, a.a.O. (Fn. 7), S. 269 ff.

³⁴ Hier sind nicht nur diejenigen Geschäfte gemeint, die auf Insiderinformationen basieren und deshalb wie oben geschildert ihrerseits selbst Kursrelevanz besitzen können. Auch der *bona fide* Verkauf von Anteilen durch Großaktionäre oder Organmitgliedern kann kursrelevant sein. Vgl. zu der neuen Ad-hoc-Publizität für so genannte *Director Dealings* nach § 15a WpHG, *Rudolph*, a.a.O. (Fn. 22), S. 1040, der die zu erwartende zeitliche Verzögerung bis zur Verbreitung der Information kritisiert.

³⁵ Zum Informationseffekt und *Market Impact* von Blocktransaktionen vergleiche oben Fn. 25, 26.

³⁶ In Art. 26 Abs. 1 des Entwurfs heißt es: „Die Mitgliedstaaten schreiben Wertpapierhäusern, die (...) Geschäfte mit Aktien tätigen, die zum Handel auf einem geregelten Markt (...) zugelassen sind, vor, das Volumen, den Kurs und den Zeitpunkt zu veröffentlichen, zu dem bzw. an dem diese Geschäfte zum Abschluss gebracht wurden. Diese Informationen sind unverzüglich auf einer vernünftigen kommerziellen Basis und auf eine Art und Weise zu veröffentlichen, die den anderen Marktteilnehmern einen leichten Zugang gewährt.“, a.a.O. (Fn. 3), S. 78.

Viel spricht dabei dafür, nicht das ungewisse Schicksal des Richtlinienentwurfs³⁷ abzuwarten und statt dessen schon jetzt die außerbörslichen Wertpapiergeschäfte³⁸ – das heißt bank-intern arrangierte, über alternative Handelssysteme oder im bilateralen Direkt- oder Telefonhandel abgeschlossene Geschäfte – denjenigen Transparenz- und Publikationsvorschriften zu unterwerfen, die derzeit für börsliche gelten, § 24 Abs. 2 Satz 2 BörsG n.F.³⁹ Die Anpassung an das hohe börsliche Transparenzniveau würde zu mehr Handelstransparenz⁴⁰, effizienterer Preisermittlung und mittelbar mehr Liquidität⁴¹ führen. Würden sämtliche Transaktionen sofort veröffentlicht, so würde wegen der nicht länger bestehenden Anreize zu deren Umgehung die Liquidität der Börsen und damit des Handels insgesamt gestärkt. Auch das Problem der oben beschriebenen handelsbasierten Insidergeschäfte wäre gelöst.

Der Bedrohung der Marktintegrität durch Insidervergehen ist nicht nur, durch – in unserem Fall möglicherweise nicht optimale⁴² – klare und strenge Verbote zu begegnen, sondern auch dadurch, dass bereits die Entstehung von Insidertatsachen vermieden wird. Ungleich effektiver als die Abschreckung mit einer in Deutschland leider eher theoretischen Folge der Strafverfolgung ist die umgehende Vernichtung der Insiderqualität einer Tatsache durch ihre sofortige Veröffentlichung. In gleicher Weise, wie die Regelung der Ad hoc-Publizität nach § 15 WpHG zur Verminderung von emittentenbezogenen Insiderrisiken führt, würde ein umfassendes Transaktionsreporting zur Verminderung von handelsbasierten Insiderrisiken führen.⁴³

³⁷ Man denke nur an Historie und gegenwärtige Debatte um die Takeover-Richtlinie.

³⁸ Gemeint sind Geschäfte, die von oder durch inländische Wertpapierdienstleistungsunternehmen in börsennotierten Werten getätigt werden.

³⁹ Es besteht seit einiger Zeit nach britischem Vorbild die Möglichkeit, durch die Börsenordnung festgelegte Transaktionen verzögert zu veröffentlichen, § 13 Abs. 2 S. 3 BörsG n.F. Eine solche Regelung sieht § 45 Abs. 2 S. 2 der Frankfurter Börsenordnung für im Blockhandelssegment erfolgte Transaktionen vor. Diese werden danach erst zum Ende des jeweiligen Handelstages veröffentlicht. Diese Regelung könnte auch für außerbörsliche Geschäfte gelten, um dem Intransparenzbedürfnis der Block-Trader Rechnung zu tragen.

⁴⁰ So gehörte es zu den Zielen des 4. FMFG, den Anlegerschutz durch Erhöhung der Transparenz zu stärken, vgl. BT-Drucksache 14/8017 v. 18.1.2002, S. 173, siehe auch *Rudolph*, a.a.O. (Fn. 22), S. 1037.

⁴¹ Dieser Zusammenhang resultiert daraus, dass der umfassend über das Handelsgeschehen informierte Anleger besser entscheiden kann, ob und wie er die Ausführung einer Order erreichen kann. Die Risiken von *mised trades*, d.h. Aufträgen, die mangels Übereinstimmung mit der Marktgegenseite nicht zur Ausführung gelangen, oder überraschend schlechten Kursen bei Eingabe einer Bestens- oder Market Order nehmen ab.

⁴² So ist leider bisher recht unklar, inwieweit Handelsinformationen als Insidertatsachen im Sinne von § 13 Abs. 1 WpHG zu werten sind und wie die Abgrenzung zum Frontrunning-Verbot nach § 32 Abs. 1 Nr. 3 WpHG zu erfolgen hat, *Liersch*, a.a.O. (Fn. 7), S. 336 ff.

⁴³ Insiderhandel ist geeignet, Wirtschaftssubjekte ohne privilegierten Informationszugang von ihrer Teilnahme an einem Markt abzuhalten, womit letztlich auch die Schädigenden geschädigt werden und ein Marktversagen droht, *Rudolph*, a.a.O. (Fn. 22), S. 1040.

D. Vorbilder in den USA und Großbritannien

Die hier und von der Europäischen Kommission vorgeschlagene Idee einer umfassenden Transparenz über getätigte Transaktionen ist allerdings keineswegs neu, sondern bei den kapitalmarkterfahreneren Amerikanern⁴⁴ und Briten seit vielen Jahren im praktischen Einsatz erprobt und bewährt. In den Vereinigten Staaten müssen nach SEC Rule 11Aa3 alle Aktiengeschäfte⁴⁵ so abgeschlossen werden, dass sie von einem so genannten „Transaction Reporting Plan“ erfasst und damit umgehend gemeldet und veröffentlicht werden.

Die London Stock Exchange⁴⁶ arbeitet wegen fehlender staatlicher Regelungen und begrenzter eigener Macht mit einer Fiktion: Nach LSE Rule 3000⁴⁷ gelten sämtliche Geschäfte, die von LSE-Mitgliedern in LSE-notierten Werten getätigt werden, um dieses Ziel zu erreichen, als an der LSE („on Exchange“) abgeschlossen, so dass sie als solche, das heißt als börsliche, berichtet und veröffentlicht werden müssen. Eine Ausnahme besteht nach LSE Rule 3010⁴⁸ lediglich für Fälle, in denen beide Seiten vereinbaren, das Geschäft den Regeln einer „registered organisation“⁴⁹ zu unterstellen, das LSE-Mitglied gleichzeitig Mitglied der „registered organisation“ ist und das Geschäft im Rahmen der „registered organisation“ berichtet wird.

Im Ergebnis müssen also in den Vereinigten Staaten alle professionell vermittelten Aktiengeschäfte binnen 90 Sekunden einer zentralen Stelle gemeldet werden, welche die Informationen, d.h. den gehandelten Titel, die Stückzahl und den Preis, umgehend verbreitet. Von der Londoner Börse wird – im Rahmen dessen, was auf Basis von Börsenregeln möglich ist – eine ähnlich umfassende Handelstransparenz gewährleistet. Der erstgenannte Ansatz dürfte taugliches Vorbild für eine entsprechende Vorschrift in Deutschland sein. Die zu erlassende Vorschrift sollte die im Inland zugelassenen Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichten, alle von ihnen getätigten bzw. vermittelten Geschäfte⁵⁰ in im Inland⁵¹ börsenzugelassenen Titeln binnen kürzester Frist⁵² einer zentralen Stelle zu melden. Diese Stelle würde die übermittelten Transaktionsdaten umgehend verbreiten. Es bedürfte lediglich noch einer zur zentralen

⁴⁴ Wie *Fleischer* illustriert, wurde dort auf die Ausgestaltung der Securities Regulations eine ähnliche Sorgfalt verwendet wie im deutschen Recht auf das System der Sozialversicherung; Kapitalmarktrechtliches Teilgutachten F für den 64. DJT, 2002, S. 4 unter Verweis auf *Wiedemann*, BB 1975, S. 1591.

⁴⁵ Dies meint selbstverständlich nicht alle Aktiengeschäfte, sondern nur professionell vermittelte.

⁴⁶ Es handelt sich mithin um eine Regelung auf Ebene der Selbstregulierung.

⁴⁷ Seit 1. Juli 2002, vormals LSE Rule 2.1.

⁴⁸ Seit 1. Juli 2002, vormals LSE Rule 2.2.

⁴⁹ Was gleichbedeutend ist mit einer Börse oder einem organisierten Markt im Sinne der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie.

⁵⁰ Vergleichbar der Meldepflicht gemäß § 9 WpHG, die jedoch wegen der Meldefrist und der bisher nicht erfolgenden Veröffentlichung nicht geeignet ist, die hier genannten Ziele zu verfolgen.

⁵¹ Mögliche wäre natürlich auch eine Erstreckung auf alle an europäischen, geregelten Märkten zum Handel zugelassenen Werte. Hier müßte jedoch Doppel- und Mehrfachmeldungen (und vor allem -veröffentlichungen) vorgebeugt werden.

⁵² Ein Zeitraum von 60 oder 90 Sekunden sollte genügen.

Informationssammlung und -verbreitung geeigneten Einrichtung. Möglicherweise könnte sogar das bestehende Xetra-System als Basis für ein allgemeines *Tickertape*⁵³ für den Finanzplatz Deutschland dienen. Wenn man bedenkt, dass sich dergleichen in den Vereinigten Staaten bereits im Jahre 1975 durchführen ließ, sollten der Einführung einer solchen Regelung jedenfalls keine durchgreifenden technischen Probleme entgegenstehen.

Wichtig und letztlich unentbehrlich für die hier vorgeschlagene umfassende Handelstransparenz ist der Grundsatz der Gleichwertigkeit und Gleichbehandlung der verschiedenen Informationsquellen. Alle Transaktionen würden in ihrer zeitlichen Reihenfolge als Teil eines Datenstroms gleichberechtigt verbreitet, wobei jedoch ein Zusatz möglich wäre, der die Börse bzw. das Handelssystem andeutet. Dies erfordert den Vollzug eines durch das 4. FMFG bereits angedeuteten Paradigmenwechsels in Bezug auf die „heilige Kuh“ des Börsenkurses.⁵⁴ Der Börsenkurs als Ergebnis einer nach bestimmten Regeln erfolgten, multilateralen Interaktion der Aufträge stellt bisher die einzige „verbreitenswerte“ Preisinformation dar, während Preise, die anderweitig ermittelt oder gar verhandelt wurden, – zum Teil ganz gezielt⁵⁵ – außer Acht gelassen wurden. Während bis zum Inkrafttreten des 4. FMFG jegliche börsenfremde Handelsaktivität bei der Bestimmung des Börsenkurses außer Betracht zu bleiben hatte, können nunmehr gemäß § 24 Abs. 2 S 4 BörsG auch „Preise einer anderen Börse oder börsenähnlichen Einrichtung im Inland oder eines organisierten Marktes im Ausland berücksichtigt werden“.

Der internationale Vergleich rechtfertigt die herausragende Sonderstellung des Börsenkurses als eines nach besonderen Regeln und durch überwachte, multilaterale Interaktion der Aufträge ermittelten Preises nicht. An anderen Aktienmärkten, z. B. an der London Stock Exchange oder etwa am Nasdaq Stock Market, wird der Preis traditionell zwischen Anleger bzw. Broker und Market Maker direkt verhandelt. Die dort bilateral vereinbarten Preise werden von der Finanzwelt – zumindest bei generalisierender Betrachtung⁵⁶ – als ebenso aussagekräftig angesehen wie die hier vom Skontroführer (oder vom bisherigen amtlichen Kursmakler⁵⁷) aus der Vielzahl der Aufträge ermittelten Kurse. Durch die nunmehr bestehende Möglichkeit zur Berücksichtigung von anderweitig ermittelten Preisen bei der Bestimmung des Börsenkurses

⁵³ In den Vereinigten Staaten bestehen verschiedene Systeme. Die Geschäfte in an der NYSE gelisteten Werten werden über das Consolidated Tape, das berühmte *Tickertape*, die Geschäfte in nur an Nasdaq gehandelten Werten – die Zulassung als Börse wurde letztes Jahr beantragt (SEC Release No. 34-44396) – über das eigene Computersystem verbreitet.

⁵⁴ Weitere Schwierigkeiten im Hinblick auf Qualitätsmerkmale „Börsenkurs“ drohen im Zusammenhang mit der Einführung von Xetra Best, vgl. *Börsen-Zeitung* vom 10.05.02, Seite 4.

⁵⁵ So ist es nach § 38 der Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse unzulässig, zuvor arrangierte Geschäfte durch die unmittelbar aufeinander folgende Eingabe gegenläufiger limitierter Aufträge auszuführen. Durch die Ausführung solcher Geschäfte über die Börse würden die Parteien direkt auf den momentanen Börsenkurs einwirken.

⁵⁶ Zumindest also unter Berücksichtigung der zeitlichen Abfolge der Kursdaten.

⁵⁷ Die Abschaffung der amtlichen Kursfeststellung durch amtlich bestellte Kursmakler ist ein weiteres Beispiel für ein Aufweichen des bisherigen Idealtyps eines Börsenkurses durch das 4. FMFG.

wird – wenn auch nicht ausdrücklich – deren in der bisherigen Regelung zum Ausdruck gebrachte „Minderwertigkeit“ relativiert. Es wäre sinnvoll und konsequent, den Schritt zur umfassenden *egalitären* Handelspublizität zu vollziehen und, wie in Großbritannien und den Vereinigten Staaten seit langem üblich, sämtliche Preise zu veröffentlichen, unabhängig von den Abschlussmodalitäten der zugrundeliegenden Transaktion.

E. Wettbewerbsrecht als weiteres Argument

Im Zusammenhang mit dem Wettbewerb verschiedener Handelssysteme und -plattformen wird zu Recht auf bevorstehende wettbewerbsrechtliche Fragestellungen hingewiesen.⁵⁸ Hier ist vor allem die Frage des Umgangs mit marktbeherrschenden Stellungen oder kartellartigen Marktabschottungen oder -aufteilungen zu nennen. Dies hat damit zu tun, dass in dem Bereich der Sekundärmärkte⁵⁹ die Gleichung „*big = beautiful*“ aufgeht und nicht Gegenstand wirtschaftstheoretischer Diskussionen ist.

Je mehr Einheiten eines beliebigen Wertpapiers an einem Markt gehandelt werden, desto liquider ist er, desto besser sind die Chancen eines Anlegers auf eine schnelle und günstige Ausführung seines Auftrages, desto effizienter ist seine Informationsverarbeitung und desto fairer sind die dort erzielten bzw. erzielbaren Preise. Folglich besteht die Tendenz eines erfolgreichen Marktes, weitere Aufträge anzuziehen: der so genannte *Gravitational Pull*. Die Masse der Aufträge zieht weitere Aufträge an. Gleichzeitig besteht natürlich die Gefahr der Bildung von Monopolen, die zu Ineffizienzen und damit hohen Transaktionskosten führen können.

Bisher gelten Börsenkurse als öffentliches Gut, deren Verbreitung prinzipiell unentgeltlich zu erfolgen hat. Dies musste auch solange nicht weiter reflektiert werden, wie die verschiedenen deutschen Börsen praktisch die einzige Möglichkeit boten, die Aktien inländischer Emittenten zu handeln. Je mehr aber die Börsen bzw. Börsenträger im Wettbewerb stehen und inzwischen auch selbst eigene kommerzielle Interessen verfolgen⁶⁰, desto stärker stellt sich die Frage nach der Einordnung der ermittelten Kurse als Wirtschaftsgut. Ist die Börse zur unentgeltlichen, sofortigen Veröffentlichung der ermittelten Preise verpflichtet oder kann sie diese wertvollen Informationen meistbietend verkaufen bzw. lizenzieren?⁶¹ Sind andere Handelssysteme als

⁵⁸ Merkt, a.a.O. (Fn. 19), S. 71 f.

⁵⁹ Als Sekundärmarkt bezeichnet man den Umlaufmarkt für Wertpapiere, deren Emission bereits zu einem früheren Zeitpunkt erfolgt ist. Ziel ist eine Liquidisierungsfunktion, ohne welche die Anleger im Zweifel nicht bereit wären, ihr Kapital dem Emittenten zur Verfügung zu stellen.

⁶⁰ Mit dem Schlagwort der *Demutualisierung* wird beschrieben, dass statt der zumeist ortsansässigen Mitglieder, wie Händler und Banken, die Anteile nach Börsengang oder *Private Placement* nun frei als Kapitalanlagen gehandelt werden.

⁶¹ In den Vereinigten Staaten erhalten die Börsen selbstkostenorientierte Kompensationszahlungen für die von ihnen durchgeführte Preis(üb)ermittlung an das zentrale System, das seinerseits die Informationen an kommerzielle Informationssysteme wie Bloomberg oder Reuters lizenziert. Vgl. SEC Release No. 34-42208

Trittbrettfahrer⁶² der börslichen Preisermittlung anzusehen? Es stellt sich die Frage, wie sich ein „ebenes Spielfeld“ für die verschiedenen Wettbewerber herstellen lässt? Wirkt sich die gesetzlich vorgeschriebene Transparenz und kostenfreie Veröffentlichung der Preisinformationen als Wettbewerbsnachteil für die Börsen aus? Dies sind viele offene Fragen. Als zumindest teilweise Beantwortung bietet sich ein gleichmäßiger, das heißt von allen Handelsteilnehmern und -systemen zu erbringender, Beitrag zur Preisermittlung als Lösung an. Die Einführung einer gleichmäßigen Handelspublizität wäre ein Schritt zu einem ebeneren Spielfeld.

Wie oben bereits aufgezeigt wurde, übt die Intransparenz der OTC-Märkte auf bestimmte Handelsteilnehmer eine Anziehungskraft aus. Durch die Einführung einer umfassenden Transaktionspublizität entfielen der Anreiz zur Umgehung der Börsen und alle Handelssysteme würden nur noch auf der Basis von Liquidität und Marktmodellen um das effizienteste, das heißt schnellste und/oder kostengünstigste Angebot für den Anleger konkurrieren. Die Handelstransparenz ist am fairsten, das heißt wettbewerbsneutral, und vor allem umfassend zu bewerkstelligen, wenn aufgrund der anwendbaren Regularien alle Marktteilnehmer und Institutionen in gleichem Maße verpflichtet sind, zur Preisermittlung beizutragen.⁶³ Dies ist hierzulande bisher leider nahezu unberücksichtigt geblieben. Die logische Konsequenz ist also, alle Wertpapiertransaktionen – unabhängig davon wie und wo sie ausgeführt werden – denselben Transparenzanforderungen zu unterwerfen.

F. Zusammenfassung

Die Zunahme der außerbörslichen Transaktionen führt zu einer Fragmentierung des Handels, wodurch die Liquidität und die Qualität der Preisermittlung beeinträchtigt wird. Aufgrund der aktuellen Regulierungssituation in Deutschland leiden Handelstransparenz und Qualität der Preisermittlung über das notwendige, durch die Fragmentierung bedingte Maß hinaus. Dies würde durch die Einführung einer umfassenden Handelspublizität vermieden. Ferner würde die Entstehung der beschriebenen zusätzlichen Insiderinformationen verhindert und ein ebenes Spielfeld für den Wettbewerb der Börsen und sonstigen Handelssysteme hergestellt.

(File-No. S7-28-99), SEC Concept Release: Regulation of Market Information Fees and Revenues, im Internet unter: www.sec.gov/rules/concept/34-42208.htm.

⁶² Handelssysteme, die eine Preisermittlung selbst nicht vornehmen, sondern die Preise von der Börse übernehmen, sind insofern als Trittbrettfahrer anzusehen. Die mit der Preisermittlung verbundenen Kosten sind zwar schwer zu quantifizieren, jedoch existent.

⁶³ Director General des britischen Office of Fair Trading: “The ideal solution would be to require that all trading, whether on- or off-exchange, be subject to the same transparency requirements”, zitiert von *Lee*, *What is an Exchange?*, S. 185.

Im Inland zugelassene Wertpapierdienstleistungsunternehmen sollten daher gesetzlich verpflichtet werden, alle Geschäfte, die von ihnen (bzw. durch sie vermittelt) in im Inland börsenzugelassenen Titeln getätigt werden, binnen kürzester Frist einer zentralen Stelle zu melden, welche die übermittelten Transaktionsdaten umgehend verbreiten würde. So würde die Preisqualität verbessert, bestehende Anreize zur Umgehung der Börsen abgebaut und Gelegenheiten für Insidergeschäfte vermieden.

Nach dem Bestreben, das Marktorganisationsrecht im Börsengesetz und das Recht der Transaktionen im Wertpapierhandelsgesetz zu regeln,⁶⁴ sollte die vorgeschlagene Regelung im Wertpapierhandelsgesetz statt wie bisher im Börsengesetz verortet werden. Auch wenn zugestanden werden muss, dass die Probleme der Liquiditätszersplitterung und der Beeinträchtigung der Preisqualität durch die Einführung einer umfassenden Handelstransparenz nicht vollständig gelöst werden, so werden sie doch erheblich vermindert. Es ist zudem nicht ersichtlich, welche Vorteile die Beschränkung der Handelstransparenz auf börslich abgeschlossene Geschäfte heute noch hat.⁶⁵ Insbesondere im Hinblick auf die jüngste „Aufweichung“ der Regeln für die Ermittlung des Börsenkurses ist nicht einzusehen, warum „sonstige Kurse“ nicht (gegebenenfalls eben als solche gekennzeichnet) verbreitungswürdig sind. Auch der Standardeinwand gegen Vorschläge für den Erlass neuer Vorschriften, eine Überregulierung sei zu vermeiden,⁶⁶ greift vorliegend nicht, da eine Pflicht zur börslichen Preisermittlung und –verbreitung bereits besteht und lediglich die derzeitige Differenzierung aufgehoben würde. Eine gesetzlich verankerte allgemeine Handelstransparenz würde sich gut in die Grundwertungen einfügen, die das innere System des Anlegerschutzes tragen: informierte Transaktionsentscheidung, Markttransparenz, Gleichbehandlung und Marktintegrität.⁶⁷ Versteht man den Anlegerschutz als Prinzip, das Gerechtigkeit und Fairness gebietet,⁶⁸ so stellen sich Anlegerschutz und Förderung des Finanzplatzes keinesfalls als Zielkonflikt dar.⁶⁹ Die führende

⁶⁴ Vgl. *Mues*, Anmerkungen zum Börsengesetz nach dem Diskussionsentwurf für das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, ZBB 2001, S. 353 (355), *Rudolph*, a.a.O. (Fn. 22), S. 1040.

⁶⁵ Die durch §§ 20a, 20b WpHG n.F. bestehenden Möglichkeiten sollten ausreichen, um zu verhindern, dass die umfassende Handelspublizität zu verstärkten Manipulationen der Kurse führt. Zum einen ist es bereits jetzt de facto möglich, privat verhandelte Orders über Xetra zu kreuzen und so unmittelbar auf den Börsenkurs einzuwirken. Zum anderen wurde bereits oben darauf hingewiesen, dass verstärkte Transparenz ein sinnvolles Mittel gegen Manipulationen ist.

⁶⁶ “Initially, however, there is an antecedent question: why regulate?” *Jennings/Marsh/Coffee/Seligman*, Securities Regulation, 5th Edition (1998), S. 1, zitiert in: *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 44), S. 10.

⁶⁷ *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 44), S. 25.

⁶⁸ Zur Frage eines möglichen Zielkonflikts und zur Abgrenzung zum Verbraucherschutz vgl. *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 44), S. 19 ff.

⁶⁹ Nach neueren empirischen, rechtsvergleichenden Untersuchungen besteht ein direkter Zusammenhang zwischen Größe, Tiefe und Liquidität des Kapitalmarktes und der Qualität des Anlegerschutzes, *Coffee*, 25 Iowa J. Corp. L., S. 1, 2 (1999), zitiert in: *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 44), S. 12, dort Fn. 62.

Rolle der Vereinigten Staaten und die dort bestehende Regulierungsdichte geben Anlass zu der Annahme, dass es beim globalen Wettbewerb der Regulierungssysteme nicht zu einem *Race to the Bottom* mit dem Ziel eines möglichst niedrigen Regulierungsniveaus kommen wird.⁷⁰ Ziel der Reformüberlegungen sollte es daher sein, den Kapitalmarkt so zu strukturieren und zu reglementieren, dass jeder Anleger seine Investitionsentscheidung unter fairen Bedingungen treffen und umsetzen kann. Eine umfassende Handelspublizität würde hierzu einen Beitrag leisten.⁷¹

⁷⁰ Im Interesse des Anlegerschutzes und der redlichen kapitalsuchenden Emittenten wollen (und aufgrund der europäischen Vorgaben könnten) wir ein *Race to the Bottom* ohnehin nicht gewinnen.

⁷¹ Die längst überfällige Neuregelung des Rechts der Kurs- bzw. Marktpreismanipulation im Rahmen des 4. FMFG verdeutlicht die nun offenbar erkannte Bedeutung dieser Handelsinformationen.

Arbeitspapiere(internet: <http://www.uni-frankfurt.de/fb01/baums/>)(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- 1 Theodor Baums Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany
(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],
Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford 1993, S. 151 ff.)
- 2 Theodor Baums Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993 S. 1 ff.)
- 3 Theodor Baums Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the German Perspective.
(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financierwezen 1992, S. 249 ff.)
- 4 Theodor Baums Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen aus
deutscher Sicht
- 5 Theodor Baums The German Banking System and its Impact on Corporate Finance and
Corporate Governance
(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.], The Japanese Main Bank System, Oxford
1994, S. 409 ff.)
- 6 Theodor Baums Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs. Continental AG
- 7 Theodor Baums/
Michael Gruson The German Banking System - System of the Future?
(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-129 [1993])
- 8 Philipp v. Randow Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 23 ff.)
- 9 Theodor Baums Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994 S. 1 ff.)
- 10 Markus König Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung.
Eine empirische Untersuchung
- 11 Theodor Baums Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and Policy
Issues
- 12 Christian Fraune Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA
(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994 S. 126 ff.)
- 13 Theodor Baums Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den
Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages -
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 86 ff.)

- 14 Theodor Baums Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen ("earn-outs")
(publ. in: Der Betrieb 1993 S. 1273 ff.)
- 15 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Recent Developments
(publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance [Stockholm 1994] S. 31 ff.)
- 16 Theodor Baums Asset Securitization in Europe
(publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
- 17 Theodor Baums/
Philipp v. Randow Shareholder Voting and Corporate Governance: The German Experience and a New Approach
(publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)
- 18 Johannes Stawowy The Repurchase of Own Shares by Public Companies and Aktiengesellschaften
(publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1 S. 59 ff.)
- 19 Theodor Baums Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten
(publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)
- 20 Theodor Baums/
Christian Fraune Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft. Eine empirische Untersuchung
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 97 ff.)
- 21 Theodor Baums Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen
(publ. in: ZIP 1995 S. 11 ff.)
- 22 Theodor Baums/
Philipp v. Randow Der Markt für Stimmrechtsvertreter
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 145 ff.)
- 23 Michael Gruson/
William J. Wiegmann Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 173 ff.)
- 24 Theodor Baums Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG
(publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)
- 25 Philipp v. Randow Rating und Regulierung
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995, S. 140 ff.)
- 26 Theodor Baums Universal Banks and Investment Companies in Germany
(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design: Universal Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)
- 27 Theodor Baums Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht
(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)

- 28 Helmut Siekmann Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen
(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996, S. 282 ff.)
- 29 Theodor Baums Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996 S. 11 ff.)
- 30 Theodor Baums Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende
Betrachtung
(publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für Mestmäcker
[1996] S. 815 ff.)
- 31 Hans-Gert Vogel Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 321 ff.)
- 32 Philipp v. Randow Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und
kapitalmarktrechtliche Studie -
(publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996
S. 594 ff.)
- 33 Michael Gruson/
Herbert Harrer Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie Bedeutung des
AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem deutschen Markt
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 37 ff.)
- 34 Markus König Aktie und Euro
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996 S. 156 ff.)
- 35 Theodor Baums Personal Liabilities of Company Directors in German Law
(publ. in: International Company and Commercial Law Review 7 [1996]
S. 318 ff.)
- 36 Philipp v. Randow Rating und Wettbewerb
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 85 ff.)
- 37 Theodor Baums Corporate Governance Systems in Europe - Differences and Tendencies of
Convergence - Crafoord Lecture -
- 38 Georg F. Thoma Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996 S. 1725 ff.)
- 39 Theodor Baums The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German
Perspective
(publ. in: European Financial Services Law 1996 S. 302 f.)
- 40 Markus König Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage - Rechtliche
Rahmenbedingungen von Viatical Settlements -
(publ. in: Versicherungsrecht 1996 S. 1328 ff.)
- 41 Theodor Baums Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder
(publ. in: Festschrift für Carsten Peter Claussen [1997], S. 3 ff.)

- 42 Theodor Baums/
Markus König Universalbanken und Investmentfonds: Rechtstatsachen
und aktuelle Reformfragen
(publ. in: „Aktien- und Bilanzrecht“, Festschrift für Bruno Kropff [1997],
S. 3 ff.)
- 43 Theodor Baums/
Bernd Frick Co-determination in Germany: The Impact on the Market
Value of the Firm
(publ. in: Economic Analysis Vol. 1 [1998], S. 143 ff.)
- 44 Michael Gruson Altwährungsforderungen vor US-Gerichten nach Einführung des Euro
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1997 S. 699 ff.)
- 45 Theodor Baums Kontrolle und Transparenz in Großunternehmen - Stellungnahme für den
Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages
(publ. in: "Die Aktienrechtsreform 1997", Sonderheft der Zeitschrift Die
Aktiengesellschaft 1997 S. 26 ff.)
- 46 Markus König Der Anleger als "Rückversicherer" - Alternativer Risikotransfer mittels
"Katastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht -
(publ. in: Versicherungsrecht 1997 S. 1042 ff.)
- 47 Christoph Engel Die öffentliche Hand zwischen Innen- und Außensteuerung
(publ. in: Hennecke [Hrsg.], Organisation kommunaler Aufgabenerfüllung
[1998], S. 145 ff.)
- 48 Theodor Baums Verbesserung der Risikokapitalversorgung/Stärkung des Finanzplatzes
Deutschland
Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1942 ff.)
- 49 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes über öffentliche Übernahmeangebote
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1310 ff.)
- 50 Theodor Baums Rechenschaftsbericht des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht
- 51 Theodor Baums/
Hans-Gert Vogel Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern
(publ. in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider [Hrsg.], Handbuch der
Konzernfinanzierung [1998], S. 247 ff.)
- 52 Ulrich Segna Bundesligavereine und Börse
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1901 ff.)
- 53 Theodor Baums Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union:
A Comparative Study
(publ. in: Hopt u. a. [Hrsg.], Comparative Corporate Governance - The State
of the Art and Emerging Research -, Oxford 1998, S. 545 ff.)
- 54 Theodor Baums Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Stellungnahme für den
Finanzausschuß des Deutschen Bundestages

- 55 Michael Rozijn "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" - eine deutsche *equity note*?
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1998 S. 77 ff.)
- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein Beitrag
zum deutschen Gesetz zur Umstellung von Schuldverschreibungen -
(publ. in.: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des
"kalten Delisting"
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998 S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften
(publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1, 1999, S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/
Klaus Stein Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999 S. 204 ff.)
- 61 Theodor Baums GWB-Novelle und Kartellverbot
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König Vom Options-Fonds zur Fonds-Option
(publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/
Ingo Rogge Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -
- 64 Malte Schindhelm/Ingo
Rogge/Matthias Wanke Transportrechtsreform 1998 - Kurzkomentierung -
- 65 Theodor Baums/
Ulrich Segna Börsenreform
- 66 Theodor Baums/
Erik Theissen Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen
(publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung zum Recht I,
Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, 10, Sammelband VW-Stiftung
[1999], S. 65 ff.; Abdruck auch in: Zeitschrift für Bankrecht und
Bankwirtschaft 1999 S. 125 ff.)
- 67 Theodor Baums/
Kai-Uwe Steck Bausparkassen als Konzerntöchter
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)
- 68 Theodor Baums Corporate contracting around defective regulations: The Daimler-Chrysler
case
(publ. in: Journal of Institutional and Theoretical Economics [JITE] 1999,
Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)

- 69 Marco Becht/
Ekkehart Boehmer Transparency of Ownership and Control in Germany
(publ. u.d.T. „Ownership and Voting Power in Germany“
in: Barca/Becht [Hrsg.], The Control of Corporate Europe, 2001, 128
- 70 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Current Developments -
(publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi
recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)
- 71 Ekkehart Boehmer Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72 Carsten Hoppmann/
Fleming Moos Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungsdienstleistungen
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 1994 ff. und
Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)
- 73 Michael Adams Reform der Kapitallebensversicherung
(publ. u.d.T. „Vorschläge zu einer Reform der kapitalbildenden
Lebensversicherungen“
in: Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht, 2000, S. 49 ff.)
- 74 Carsten Hoppmann Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75 Ulrich Segna Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur
Reformdiskussion -
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 144 ff.)
- 76 Theodor Baums/
Rainer Schmitz Shareholder Voting in Germany
(publ.: in Baums/Wymeersch [Hrsg.], Shareholder Voting Rights
and Practices in Europe and the United States, 1999, S. 109 ff.)
- 77 Markus König Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland
- 78 Ekkehart Boehmer Corporate governance in Germany:
Institutional background and empirical results
- 79 Theodor Baums Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung
(publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter
Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)
- 80 Theodor Baums Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler-Chrysler
(publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre Universität
Osnabrück [1999], S. 235 ff.)
- 81 Mark Latham The Road to Shareowner Power
- 82 Kai-Uwe Steck US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000, S. 112 ff.)

- 83 Theodor Baums/
Matthias Möller Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht
(publ. in: Baums et al. (Hrsg.), Corporations, Capital Markets and
Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum, 2000, 33)
- 84 Ursula Lenzen Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation
(publ. u.d.T. „Reform des Rechts zur Verhinderung der
Börsenkursmanipulation
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2000, S. 1131 ff.)
- 85 Theodor Baums Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
- 86 Theodor Baums/
Hans-Gert Vogel/
Maja Tacheva Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)
- 87 Michael Gruson Global Shares of German Corporations and Their Dual
Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges
(publ. in: University of Pennsylvania Journal of International
Economic Law 2001 [Vol. 22], 185 ff.)
- 88 Government Panel on Corporate Governance
– Summary of Recommendations –
- 89 Theodor Baums Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte
(publ. in: Corporate Governance, Hrsg. Hommelhoff/Lutter/Schmidt/
Schön/Ulmer – Gemeinschaftssymposium der Zeitschriften ZHR/ZGR,
Heidelberg 2002, S. 13 ff.)
- 90 Theodor Baums/
Mathias Stöcker Rückerberwerb eigener Aktien und WpÜG
(publ. in: Festschrift für Herbert Wiedemann, 2002, S. 703 ff.)
- 91 Stefan Berg/
Mathias Stöcker Anwendungs- und Haftungsfragen zum
Deutschen Corporate Governance Kodex
(publ. in: aktualisierter Vers. in: Wertpapier-Mitteilungen, 2002, S. 1569 ff.)
- 92 Michael Gruson Foreign Banks and the Regulation of Financial Holding Companies
- 93 Theodor Baums/
Stephan Hutter Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO)
(publ. in: Festschrift für Peter Ulmer, 2003, S. 779 ff.)
- 94 Michael Gruson Supervision of Financial Holding Companies in Europe: The Proposed
EU Directive on Supplementary Supervision of Financial Conglomerates
- 95 Ulrich Segna Vereinsrechtsreform
(publ. in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2002, S. 1048 ff.)
- 96 Michael Adams Vorstandsvergütungen

- 97 Hans-Gert Vogel Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG (publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2002, S. 1421 ff.)
- 98 Jeffrey N. Gordon Das neue deutsche „Anti“-Übernahmegesetz aus amerikanischer Perspektive
- 99 Theodor Baums Anlegerschutz und Neuer Markt (publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2002, S. 375 ff.)
- 100 Theodor Baums Company Law Reform in Germany
- 101 Ursula Lenzen Das neue Recht der Kursmanipulation (publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2002, S. 279 ff.)
- 102 Theodor Baums Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: the Example of Germany
- 103 Theodor Baums General Meetings in Listed Companies – New Challenges and Opportunities
- 104 David C. Donald US-amerikanisches Kapitalmarktrecht und Corporate Governance nach Enron
- 105 Theodor Baums Die Corporate Governance-Empfehlungen des Winter II-Papiers aus deutscher Perspektive
- 106 Alessandra Daccò Die Zentralisierung des Konzern-Cash-Managements in Italien
- 107 Ronald J. Gilson Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience
- 108 Jeffrey N. Gordon An International Relations Perspective on the Convergence of Corporate Governance: German Shareholder Capitalism and the European Union, 1990-2000
- 109 Jan Liersch Nachteile für den Finanzplatz durch außerbörsliche Wertpapiergeschäfte