

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b> .....	25
-------------------------	----

## *Kapitel I*

<b>Ursprung, Arten und Regulierungsbedarf von <i>Dark Pools</i></b>	28
A. Der Ursprung von <i>Dark Pools</i> : Das Verbergen großer Ordern .....	28
I. Marktstruktur von Wertpapierbörsen .....	28
1. Organisationsformen .....	29
2. Ordertypen und ihre Bedeutung .....	30
3. Klassische Händlertypen .....	32
a) Informationshändler .....	32
b) Uninformierte Händler .....	34
4. Hochfrequenzhändler als neuer Händlertyp .....	36
II. Arten von Informationen .....	39
1. Fundamentalwertbezogene Informationen .....	39
2. Handelsbezogene Informationen .....	39
III. Transparenz und Transaktionskosten .....	40
1. Vor- und Nachhandelstransparenz .....	40
2. Transparenzvorgaben in quote- und ordergetriebenen Systemen .....	40
a) Ähnliche Vorhandelstransparenz .....	40
b) Unterschiedliche Nachhandelstransparenz .....	41
3. Positive Effekte von Transparenz .....	42
4. Transparenz und Marktbeeinflussungskosten .....	42
a) Zur Einstufung als Blockorder .....	42
b) Marktbeeinflussungskosten im Auktionsmarkt .....	43
c) Marktbeeinflussungskosten im Market Maker System .....	45
d) Informierte und uninformierte Blockhändler .....	45
5. Verschärfungen durch die Hochfrequenzhändler .....	46
a) <i>Elektronisches Front Running</i> .....	46
b) <i>Slow-Market Arbitrage</i> .....	48
6. Zwischenfazit: Anstieg der Marktbeeinflussungskosten .....	49
IV. Liquidität und Marktbeeinflussungskosten .....	49
1. Elemente der Liquidität .....	49

2. Liquidität und Geld-Brief-Spanne .....	50
3. Subjektiver Einschlag .....	51
4. Liquiditätsbereicherung durch Hochfrequenzhändler .....	51
5. Liquidität und Netzwerkeffekte .....	52
V. <i>Dark Pools</i> als Heilsbringer für Blockhändler .....	53
1. Vermeidung der Marktbeeinflussungskosten .....	53
2. Weitere Kosteneinsparungen .....	54
3. Nachteile für Blockhändler .....	55
VI. Schlussfolgerung: <i>Dark Pools</i> schützen Blockhändler .....	55
B. Die Evolution von <i>Dark Pools</i> : Vom kleinen Markt für große Transaktionen zum großen Markt für kleine Transaktionen .....	55
I. Vom <i>upstairs market</i> und Telefonhandel zum elektronischen Handel .....	56
II. Entwicklung nach MiFID I sowie Reg. ATS und NMS .....	56
III. Systematisierung eines vielfältigen Phänomens .....	59
1. Partielle Transparenzausnahmen, eigene Preisfeststellung, kein Eigenhandel .....	60
2. Feste Transparenzausnahmen, eigene Preisfeststellung, kein Eigenhandel .....	61
3. Feste Transparenzausnahmen, eigene Preisfeststellung, Eigenhandel .....	61
4. Feste Transparenzausnahmen, Preisreferenzierung, kein Eigenhandel .....	62
5. Feste Transparenzausnahmen, Preisreferenzierung, Eigenhandel .....	63
6. Feste Transparenzausnahme und reine Internalisierung .....	64
7. Schlussfolgerung: Funktionale Definition von <i>Dark Pools</i> .....	64
IV. Unterschiede zwischen Aktien-, Derivate- und Anleihehandel .....	65
1. Besonderheiten des Derivatehandels .....	65
2. Besonderheiten des Anleihehandels .....	66
C. Die Regulierung von <i>Dark Pools</i> : Gratwanderung zwischen Effizienzförderung und Effizienzverringering .....	67
I. Ziele der Kapitalmarktregulierung .....	68
1. Funktionsschutz .....	68
a) Die drei zentralen Effizienzformen .....	68
b) Informationseffizienz und fundamentale Effizienz .....	69
aa) Transparenz als Vorbedingung für Informationseffizienz .....	71
bb) Informationseffizienz als Vorbedingung für Allokationseffizienz .....	71
c) Operationalisierung der Effizienzbegriffe .....	72
2. Anlegerschutz .....	75
3. Schutz der Systemstabilität .....	75
4. Verhältnis der drei Schutzziele .....	76
II. Abstrakte Voraussetzungen einer Regulierung .....	77
1. Gefährdung der Funktionsfähigkeit .....	77
a) Monopol und ruinöse Konkurrenz .....	77

b) Transaktionskosten und Rationalisierung .....	78
c) Externe Effekte und öffentliche Güter .....	79
d) Inadäquate Informationslage, Informationsasymmetrien .....	80
e) Prinzipal-Agent-Konflikt und moralisches Risiko .....	81
f) Informationsineffizienzen .....	82
aa) Durch Insiderhandel .....	83
bb) Durch Marktmanipulation .....	84
2. Gefährdung des Anlegereschutzes .....	85
3. Gefährdung der Systemstabilität .....	85
III. Effizienzsteigerung durch <i>Dark Pools</i> .....	86
1. Kontrastierung mit dem Übernahmerecht .....	87
2. Liquiditätssteigernde Wirkung und Marktstruktur .....	88
3. Schutz der Marktmacher .....	89
4. Schlussfolgerung: <i>Dark Pools</i> können die Liquidität steigern .....	89
IV. Effizienzverluste durch <i>Dark Pools</i> .....	89
1. Diskriminierung der Informationshändler beim Zugang .....	90
a) Vorteile von Exklusivität .....	91
b) Nachteile von Exklusivität .....	92
c) Schlussfolgerung für die Regulierung: Pflicht zur Zugangsgewähr .....	93
2. Gefährdung der fundamentalen Effizienz durch den Handel in <i>Dark Pools</i> ...	93
a) Handelsstrategien in <i>Dark Pools</i> .....	94
aa) Uninformierte Händler .....	94
bb) Informationshändler .....	95
cc) Hochfrequenzhändler .....	96
(1) <i>Exploitation of Midpoint Orders</i> .....	97
(2) <i>Pinging</i> und <i>elektronisches Front Running</i> .....	97
(3) Empfang von Handelsinformationen vom Betreiber des <i>Dark Pool</i> ..	98
b) Auswirkungen von <i>Dark Pools</i> auf die Preisentdeckung .....	98
aa) Generell positive Bewertung des Blockhandels in <i>Dark Pools</i> .....	99
bb) Positive Bewertung von <i>Dark Pools</i> abseits des Blockhandels .....	99
cc) Negative Bewertung von <i>Dark Pools</i> abseits des Blockhandels .....	101
dd) Ambivalente Bewertung von Hochfrequenzhandel im <i>Dark Pool</i> .....	102
c) Schlussfolgerung: Drei Leitlinien für eine Regulierung .....	103
3. Höhere Transaktionskosten durch Fragmentierung .....	104
a) Kosten der Suche nach dem richtigen <i>Dark Pool</i> .....	104
aa) Aufwendige Suche nach Orderinformationen .....	105
bb) Heterogenität der Anleger .....	106
b) Ausführungskosten .....	106
c) Das <i>Vordrängeln (Queue Jumping)</i> .....	108
aa) Das Umgehen der Warteschlange an der Börse .....	108

bb) Bewertung des <i>Vordrängelns</i> .....	109
d) Schlussfolgerung: Unsichere Grundlage für eine Regulierung .....	110
4. <i>Dark Pools</i> als Trittbrettfahrer bei der Informationsproduktion .....	110
a) Eigentumsrechte der Börsen .....	111
b) Eigentumsrechte der Händler .....	112
c) Entlohnung für integrale Preisfeststellung .....	112
d) Alternative: Erfordernis einer Mindestpreisverbesserung .....	113
5. <i>Dark Pools</i> als Trittbrettfahrer bei der Marktaufsicht .....	115
6. Informationsasymmetrien und Prinzipal-Agent-Konflikt .....	116
a) Orderrouting im Interesse der Bank .....	116
b) <i>Front Running</i> des Betreibers .....	117
c) Potentiell effizienzsteigernde Wirkung des Konflikts .....	118
d) Schlussfolgerung für die Regulierung: Offenlegungspflichten .....	118
7. Zusammenfassung: <i>Dark Pools</i> können die Effizienz schädigen .....	119
V. Zu tolerierende Marktineffizienzen .....	119
1. Ineffizienz und Staatsversagen .....	120
2. Bemessen der Vor- und Nachteile .....	120
VI. Selbstregulierung versus Fremdregulierung .....	121
1. Vor- und Nachteile von Selbstregulierung .....	121
2. Konsequenzen für die Gesetzgebung .....	122
VII. Der zentrale Zielkonflikt von <i>Dark Pools</i> und sein Wandel .....	123
D. Zusammenfassung und Ausblick .....	125

## *Kapitel 2*

<b><i>Dark Pools</i> im System der Handelsorte von MiFID II</b>	126
A. <i>Dark Pools</i> im alten und neuen System der Handelsorte .....	126
I. Öffentlicher und privater Handel mit Finanzinstrumenten .....	127
1. Die vier Abgrenzungsmerkmale im Einzelnen .....	127
2. Fließende Grenzen zwischen den Handelsformen .....	128
II. <i>Dark Pools</i> als Amalgam verschiedener Handelstypen .....	129
III. Veränderung der Handelslandschaft durch MiFID II .....	130
1. Kein Verbleib von <i>Dark Pools</i> im OTC-Handel .....	130
2. Regulierung als Systematischer Internalisierer .....	131
a) Geeignetheit des SI-Regimes .....	132
b) Das Auswahlermessen des Betreibers .....	133
c) Multilaterale Elemente von <i>Crossing Networks</i> .....	133
3. Kombination von MTF und SI .....	136

4. Selektionsmechanismen als Herausforderung für die MTF-Kategorie . . . . .	137
a) Beurteilung der US-amerikanischen Rechtslage durch die SEC . . . . .	139
aa) Der Fall <i>UBS ATS</i> . . . . .	139
bb) Der Fall <i>Barclays LX</i> . . . . .	140
cc) Stellungnahme in Proposed Reg. ATS-N . . . . .	141
b) Beurteilung des europäischen Kapitalmarktrechts . . . . .	141
5. Die neue Kategorie der Organisierten Handelseinrichtung, Art. 20 MiFID II . . . . .	144
IV. Schlussfolgerung: Regulierung als SI oder MTF . . . . .	145
B. Die einzelnen Merkmale der OTF-Kategorie . . . . .	145
I. System . . . . .	146
1. <i>Dealer Market</i> und <i>Broker Market</i> . . . . .	146
2. Einsatz elektronischer Plattformen und Telefonhandel . . . . .	147
3. Vergleich mit der Kategorie der Swap Execution Facility . . . . .	149
II. Interessen am Kauf und Verkauf . . . . .	150
III. Vielzahl von Handelsinteressen . . . . .	151
IV. Interaktion . . . . .	152
1. Das Zusammenführen von Aufträgen . . . . .	152
2. Interaktion als weiter gefasstes Merkmal . . . . .	153
3. Interaktion und Handel . . . . .	154
4. Varianten der Interaktion . . . . .	154
5. Sprachfehler in der deutschen Umsetzung . . . . .	155
V. Interaktion im System hin zum Vertragsschluss . . . . .	155
VI. Multilateral/Mehrere Marktteilnehmer . . . . .	156
1. Kontroverse um die OTF-Kategorie . . . . .	157
2. Multilateraler Charakter der Swap Execution Facility . . . . .	157
VII. Ermessen . . . . .	159
1. Annäherung an den Begriff . . . . .	159
a) Kontrastierung mit den nicht-diskretionären Regeln . . . . .	159
b) Ermessen in der ökonomischen Forschung . . . . .	160
c) Die zwei Ermessensgegenstände von Art. 20 Abs. 6 MiFID II . . . . .	161
2. Die Struktur von Art. 20 Abs. 6 MiFID II . . . . .	162
3. Einschränkungen des Ermessens . . . . .	164
a) Die Pflicht zur bestmöglichen Ausführung . . . . .	164
aa) Best execution im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht . . . . .	164
bb) Pflicht zur bestmöglichen Ausführung im europäischen Kapitalmarkt- recht . . . . .	166
b) Ermessen und Pflichtenkollision . . . . .	167
C. Zusammenfassung . . . . .	168

*Kapitel 3***Ein neues Transparenzregime**

169

A. Hintergründe und Systematik der MiFIR .....	169
B. Transparenz an den Handelsplätzen .....	171
I. Eigenkapitalinstrumente .....	171
1. Vorhandelstransparenz .....	172
a) Vorgaben .....	172
aa) Anwendungsbereich der Veröffentlichungspflicht .....	172
bb) Umfang der Veröffentlichungspflicht .....	172
cc) Sonderfall Marktmacher .....	173
b) Ausnahmen von der Vorhandelstransparenz .....	174
aa) Referenzpreissysteme .....	174
(1) Anwendungsbereich .....	174
(2) Doppelte volumenmäßige Begrenzung (Double Volume Cap Mechanism) .....	175
(3) Folgen des Überschreitens der Schwellenwerte .....	176
bb) Ausgehandelte Transaktionen .....	177
(1) Anwendungsbereich .....	177
(2) Rückausnahme .....	178
cc) Großvolumige Aufträge .....	179
(1) Anwendungsbereich .....	179
(2) Attraktivität für große Investoren .....	180
(3) Umgehung des Large-in-Scale-Waiver durch den Waiver für Referenzpreissysteme .....	180
(4) Ausnutzung des Large-in-Scale-Waiver durch das Aggregieren von Ordnern .....	181
dd) Auftragsverwaltungssysteme .....	183
2. Nachhandelstransparenz .....	183
a) Vorgaben .....	183
b) Verzögerte Bekanntgabe .....	184
aa) Großvolumige Aufträge .....	184
bb) Weitere Fälle .....	184
II. Fremdkapitalinstrumente .....	186
1. Vorhandelstransparenz .....	186
a) Systematik .....	186
b) Preisanfragesysteme und sprachbasierte Handelssysteme .....	186
2. Nachhandelstransparenz .....	187
III. Adressaten der Veröffentlichungspflichten .....	188
1. Informationen gegenüber der Öffentlichkeit .....	188

2. Gegenüber Systematischen Internalisierern und OTC-Händlern .....	189
IV. Vergleich mit den US-amerikanischen Transparenzvorgaben .....	189
1. Nachhandelstransparenz .....	189
2. Vorhandelstransparenz .....	191
3. Parallelen zur europäischen Regulierung .....	192
V. Zugang zum Handelssystem .....	193
C. Transparenzvorgaben für Systematische Internalisierer .....	195
I. Eigenkapitalinstrumente .....	196
1. Quotierungspflicht .....	196
a) Strikte Quotierungspflicht für liquide Eigenkapitalinstrumente .....	196
aa) Anwendungsbereich der Quotierungspflicht .....	197
bb) Zivilrechtliche Qualifizierung der Kursofferten .....	198
cc) Zugangsgewähr .....	199
dd) Veröffentlichungspflicht gegenüber der Marktöffentlichkeit .....	200
b) Quotierung bei illiquiden Eigenkapitalinstrumenten .....	201
aa) Offenlegung und Zugangsgewähr .....	201
bb) Keine Pflicht zur Veröffentlichung der Kursofferten gegenüber der Marktöffentlichkeit .....	201
c) Mindestgröße .....	202
d) Ausnahme für Kursofferten oberhalb der Standardmarktgröße .....	204
e) Preisverbesserung gegenüber Kursofferten, Art. 15 Abs. 2, 3 MiFIR .....	205
2. Pflicht zur Veröffentlichung abgeschlossener Transaktionen .....	206
II. Fremdkapitalinstrumente .....	206
1. Vorhandelstransparenz .....	207
a) Liquide Instrumente .....	207
b) Illiquide Instrumente .....	207
aa) Umfang des Verweises auf Art. 9 Abs. 1 lit. b) MiFIR .....	208
bb) Verhältnis von Art. 18 Abs. 2 und Abs. 10 MiFIR .....	208
2. Pflicht zur Veröffentlichung abgeschlossener Transaktionen .....	209
III. Die regulatorische Begünstigung von Systematischen Internalisierern .....	209
1. Keine volumenmäßige Beschränkung der Transparenzausnahmen .....	209
2. Keine Preisverbesserungsregel .....	210
D. OTC-Handel und Handelsplatzpflichten für Aktien .....	211
I. Gefahr der Umgehung der Vorhandelstransparenzvorgaben .....	211
II. Ausnahmen von der Handelsplatzpflicht .....	212
E. Zentralisierung von Informationen .....	213
I. Bedürfnis nach Zentralisierung und passende Regulierungsmöglichkeiten .....	213
II. Funktionen der beiden zentralen Informationsdienste .....	214

III. Vergleich mit der US-amerikanischen Regulierung .....	215
1. Informationen über abgeschlossene Geschäfte .....	216
2. Risiken der privatrechtlichen Ausgestaltung .....	217
F. Zusammenfassung .....	218

#### *Kapitel 4*

### **Verhaltenspflichten** 219

A. Das Insiderhandelsverbot .....	219
I. Telos und Dogmatik des Verbots .....	220
1. Zentrale Regulierung durch die MAR in Europa .....	220
2. Regulierung durch diverse Vorschriften in den USA .....	221
a) Insiderhandelsverbot auf dem <i>Securities Market</i> .....	221
b) Insiderhandelsverbot auf dem <i>Derivatives Market</i> .....	224
3. Besonderheiten handelsbezogener Insiderinformationen .....	224
II. <i>Front Running</i> des <i>Dark Pool</i> -Betreibers .....	225
1. Definition von <i>Front Running</i> .....	226
2. Regulierung durch verschiedene Verbotsvorschriften in den USA .....	226
a) Verbot für Broker durch Rule 10b-5 .....	226
b) Verbot für Broker und Dealer durch die Börsen .....	227
c) Verbot für außerbörslich aktive Broker-Dealer durch FINRA .....	228
d) Verbot im Derivatehandel .....	228
3. Zentrale Regulierung in Europa durch Artt. 7, 14 MAR .....	229
a) Mit der Auftragsausführung beauftragte Person .....	229
aa) Betreiber eines RM und MTF .....	229
bb) Betreiber eines OTF .....	230
cc) Systematischer Internalisierer .....	230
dd) OTC-Handel .....	232
b) Präzise Information .....	232
c) Von einem Kunden mitgeteilt .....	233
d) Bezug auf noch nicht ausgeführten Auftrag des Kunden .....	233
e) Bezug zum Finanzinstrument .....	234
f) Kursrelevanz .....	234
aa) Subjektiver Maßstab zur Bestimmung der Erheblichkeit .....	234
bb) Kein Kausalitätserfordernis bzgl. der öffentlichen Bekanntgabe .....	238
(1) Schutzbedürftigkeit der Informationshändler .....	239
(2) Verbotener Insiderhandel auf dem Terminmarkt .....	239
(3) Falscher Anknüpfungspunkt der strengen Kausalitätstheorie .....	240
(4) Vermutungen über den Fundamentalwert .....	241



cc) Schlussfolgerung: Kursrelevanz besteht .....	241
g) Verwendung der Information .....	241
h) Ausnahme für gewöhnliche Tätigkeit, Art. 9 Abs. 2 MAR .....	242
4. Die Sanktionierung von Insider-Abstinenz .....	243
a) Keine Incentivierung des <i>Dark Pool</i> -Betreibers .....	244
b) Rechtsverfolgungskosten .....	244
c) Kompensation für das Verbot aktiven Handels .....	245
d) Schwächen des Kenntnisstandards .....	246
e) Folgen für <i>Dark Pool</i> -Betreiber .....	247
f) Der beschränkte Umfang der sanktionierten Insider-Abstinenz unter Art. 8 Abs. 1 S. 2 MAR .....	248
5. Zwischenfazit: Verbotene Verhaltensweise in beiden Rechtsordnungen .....	249
III. Weitergabe von Informationen aus dem <i>Dark Pool</i> an Dritte .....	250
1. Informationen über verdeckte Ordern .....	250
a) Erfordernis einer Aufklärungspflicht unter Rule 10b-5 .....	250
aa) Keine Anwendbarkeit der <i>Fiduciary Duty Doktrin</i> .....	251
bb) Anwendbarkeit der <i>Misappropriation Theory</i> .....	253
b) Verstoß gegen das europäische Insiderhandelsverbot .....	254
aa) Umfassender Verweis des Art. 14 MAR auf Art. 7 Abs. 1 MAR .....	254
bb) Kollusives Zusammenwirken .....	255
cc) Unrechtmäßige Offenlegung von Informationen .....	255
(1) Keine privilegierte Weitergabe von Orderinformationen .....	256
(2) Ausnahme bei notwendigem Kontakt .....	257
2. Informationen über einsehbare Ordern und Transaktionen .....	257
a) Erlaubte Tätigkeit im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht .....	258
b) Erlaubte Tätigkeit im europäischen Kapitalmarktrecht .....	260
aa) Erlaubnis von <i>co-locations</i> .....	261
bb) Verbesserte Datenströme .....	262
cc) Zeitpunkt der Veröffentlichung .....	262
3. Zwischenfazit: Differenzierung nach Veröffentlichungsgrad .....	263
IV. Pflichten der Zugangsintermediäre .....	263
1. Verbot von <i>Front Running</i> .....	264
2. Verbot der Weitergabe von Orderinformationen .....	264
3. Schlussfolgerung .....	265
V. Handel eines Marktteilnehmers aufgrund zugespielter Information .....	265
1. Informationen über eine abgeschlossene Transaktion und eine offene Order .....	265
2. Informationen über verdeckte Ordern .....	266
a) Verbot im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht .....	266
aa) Der Fall <i>ArcaSec</i> in den USA .....	266
bb) <i>Tippee Liability</i> nach der <i>Misappropriation Theory</i> .....	267

b) Verbot im europäischen Kapitalmarktrecht .....	268
aa) Tatbestand der Insiderinformation .....	268
bb) Verbotenes Insidergeschäft .....	269
3. Zwischenfazit: Differenzierung nach Veröffentlichungsgrad .....	270
VI. Handel eines Marktteilnehmers aufgrund selbst ermittelter Information .....	270
1. Kein Verstoß gegen Rule 10b-5 .....	271
2. Verstoß gegen Art. 14 lit. a) MAR .....	271
VII. Zusammenfassung: Unterschiedliche Dogmatik, aber ähnliche Resultate .....	274
<b>B. Verbot der Marktmanipulation .....</b>	<b>275</b>
I. Telos und Dogmatik des Verbots der Marktmanipulation .....	275
1. Verschiedene Verbotsvorschriften im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht	276
2. Zentrales Verbot im europäischen Kapitalmarktrecht .....	277
II. Marktmanipulation durch einen Hochfrequenzhändler .....	278
1. <i>Spoofing</i> .....	278
a) Verbot im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht .....	280
b) Verbot durch Art. 12 Abs. lit. c) iii) MAR .....	281
2. <i>Pinging</i> .....	283
a) Kein Verbotverstoß im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht .....	284
b) Keine verbotene Marktmanipulation im europäischen Kapitalmarktrecht	285
III. Marktmanipulation durch einen Blockhändler .....	286
1. <i>Spoofing</i> des Blockhändlers .....	287
2. Ausführung gegenläufiger kleiner Ordern .....	287
a) Unklare Rechtslage in USA .....	287
b) Verbot im europäischen Kapitalmarktrecht .....	289
IV. Unterlassen einer Veröffentlichung durch den Betreiber eines <i>Dark Pool</i> .....	290
1. Erfordernis einer Aufklärungspflicht unter Rule 10b-5 .....	290
2. Keine Manipulation durch Unterlassen in Europa .....	291
V. Zusammenfassung: Unterschiedliche Dogmatik, aber ähnliche Ergebnisse .....	292
<b>C. Falschdarstellung der Händlerstruktur .....</b>	<b>292</b>
I. Anschauungsmaterial: Der Fall <i>Barclays LX</i> .....	292
II. Konkurrenz einzelstaatlicher und bundesstaatlicher Regulierung in den USA ...	294
1. Ablehnende Ansicht des Bundesbezirksgerichts .....	294
2. SEC: Verstoß gegen Sec. 17(a)(2) des Securities Act .....	296
3. Supreme Court von New York: Möglicher Verstoß gegen Martin Act .....	297
a) Hintergründe und Bedeutung des Martin Act .....	297
b) Der weite Anwendungsbereich des Martin Act .....	298
c) Der Streitpunkt: Verbindung zu einer Wertpapiertransaktion .....	299
4. Friktionen der drei Entscheidungen und Vorschlag für Kohärenz .....	300
a) Falschdarstellung eines Umstandes .....	300

b) Kursrelevanz .....	301
aa) Preismanipulationen durch falsche fundamentalwertbezogene Informationen .....	302
bb) Falsche Informationen über den Ursprung der Order .....	303
cc) Mittelbare Preisbeeinflussung bei Preisreferenzierungssysteme .....	304
c) Verbindung zu einem Geschäft mit Finanzinstrumenten .....	304
aa) Wortlaut von § 352-c(1) N.Y. Gen. Bus. Law .....	305
bb) Vergleich mit Rule 10b-5 .....	305
d) Vertrauen der Anleger .....	307
5. Schlussfolgerung: Unterschiedliche Ansätze im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht .....	308
III. Kein Verstoß gegen das europäische Marktmanipulationsverbot .....	309
1. Die Tatbestände des Art. 12 Abs. 1 MAR .....	309
2. Falsches oder irreführendes Signal bzgl. Angebot und Nachfrage .....	310
a) Falsche Darstellung der Orderlage .....	310
b) Falsche Darstellung des Anteils von Hochfrequenzhändlern an der Orderlage .....	311
c) Falsche Darstellung des Ursprungs der ausgeführten Ordern .....	312
d) Bildung eines künstlichen Kursniveaus, Art. 12 Abs. 1 lit. c) Alt. 2 MAR .....	314
3. Kein Verstoß gegen das deutsche Betrugsverbot .....	314
IV. Schlussfolgerung: Weite US-amerikanische und enge europäische Verbotsnormen .....	315
D. Informationspflichten bei der Wahl des <i>Dark Pool</i> .....	316
I. Umfangreiche Informationspflichten für OTF-Betreiber .....	317
II. Neue Informationspflichten im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht .....	318
E. Vorkehrungspflichten der Handelsplatzbetreiber .....	320
F. Zusammenfassung .....	321
<b>Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse .....</b>	<b>323</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>326</b>
<b>Stichwortverzeichnis .....</b>	<b>350</b>