

Sebastian Seier

Kartellrechtsrelevante Marktmanipulationen

Die Europäische Marktmissbrauchsverordnung und der
Schutz des Wettbewerbs auf dem Kapitalmarkt



Nomos

Studien zum
Bank-, Börsen- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von
Prof. Dr. Dr. h.c. Ulrich Immenga
Prof. Dr. Lars Klöhn, LL.M.
Prof. Dr. Daniel Zimmer, LL.M.

Band 72

Sebastian Seier

Kartellrechtsrelevante Marktmanipulationen

Die Europäische Marktmissbrauchsverordnung und der
Schutz des Wettbewerbs auf dem Kapitalmarkt



Nomos

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Bayreuth, Univ., Diss., 2017

ISBN 978-3-8487-4695-8 (Print)

ISBN 978-3-8452-8925-0 (ePDF)

1. Auflage 2018

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2018. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im September 2017 von der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Bayreuth als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur sind bis Juni 2017 berücksichtigt.

Der erste Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn *Professor Dr. Rupprecht Podszun*, für die Betreuung der Arbeit. Die mir überlassene akademische Freiheit sowie die stets wertvollen inhaltlichen Anregungen und die zügige Erstellung des Erstgutachtens haben mir sehr geholfen. Frau *Professor Dr. Jessica Schmidt, LL.M. (Nottingham)* bin ich gleichfalls für die zeitnahe Erstattung des Zweitgutachtens sehr verbunden.

Den Herausgebern der Studien zum Bank-, Börsen- und Kapitalmarktrecht danke ich für die Aufnahme in ihre Schriftenreihe.

Die Arbeit entstand zu einem Großteil während meines Promotionsstipendiums in München am *Max-Planck-Institut für Innovation und Wettbewerb*, dem für diese Unterstützung ebenso Dank gebührt wie der Kanzlei *P+P Pöllath + Partners*, die die Veröffentlichung mit einem großzügigen Druckkostenzuschuss gefördert hat.

Ein besonderer Dank gilt weiterhin meiner Schwester *Stephanie* und meinen lieben Großeltern, *Edith & Günther (†) Seier* sowie *Christa & Dr. Klaus Kamin*, die mich in meiner persönlichen Entwicklung sehr geprägt haben. Zudem möchte ich mich bei meiner lieben *Nathalie* bedanken, die mich mit viel Geduld und Motivation bei der Fertigstellung dieser Arbeit unterstützt hat.

Den größten Dank schulde ich meinen Eltern, *Beatrice & Dr. Ralf Seier*, denen ich diese Arbeit widme. Beide haben mich auch in der Promotionsphase mit viel Interesse auf großartige Weise begleitet.

München, im Januar 2018

Sebastian K.-G. Seier

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	17
Einleitung	25
Problemdarstellung und Forschungsfragen	28
I. Kartellrechtlich relevante Manipulation als reales Problem des Finanzmarktes	28
II. Forschungsleitende Fragen	32
III. Abgrenzung	33
IV. Relevanz	34
V. Forschungsstand	37
Methodik und Gang der Darstellung	39
Erstes Kapitel: Grundlagen	41
A. Die Einteilung der Finanzmärkte	41
I. Geldmarkt	42
II. Devisenmarkt	42
III. Derivate- bzw. Terminmarkt	43
IV. Kapitalmarkt	44
B. Ausgewählte Fälle	47
I. First Harlem Railway Corner	48
II. Pennsylvania Ave. Funds vs. Borey, et al.	49
III. Kirk Dahl, et al. vs. Bain Capital Partners, LLC, et al.	50
IV. Schaeffler/Continental	51
V. Porsche/VW	52
VI. LIBOR und EURIBOR	54
VII. Sonstige Fälle abgeprochener Verhaltensweisen auf dem Finanzmarkt	59
C. Relevante Tatbestände des Kartellrechts	61
I. Grundlagen des Kartellrechts	62
II. Anwendungsbereich der Art. 101, 102 AEUV	62

III. Gesetzeszweck	65
1. Zweck	65
2. Wettbewerb als Schutzobjekt	66
3. Funktionen des Wettbewerbs	68
a) Wirtschaftspolitische Funktion	68
b) Gesellschaftspolitische Funktion	69
4. Zwischenergebnis	70
IV. Tatbestände	71
1. Kartellverbot, Art. 101 Abs. 1 AEUV	72
a) Anwendbarkeit	72
aa) Unternehmen oder Unternehmensvereinigung	73
bb) Zwischenergebnis	75
b) Zusammenwirken von mindestens zwei Unternehmen oder mindestens einer Unternehmensvereinigung	76
c) Bezwecken oder Bewirken einer Wettbewerbsbeschränkung	78
d) Spürbarkeit der Wettbewerbsbeschränkung	80
2. Marktmachtmissbrauchsverbot, Art. 102 AEUV	81
a) Anwendbarkeit	81
b) Verbotsadressaten: marktbeherrschende Unternehmen	82
aa) Ein oder mehrere Unternehmen	82
bb) Marktbeherrschung	82
(1) Abgrenzung des relevanten Marktes	83
(2) Beherrschende Stellung	84
(3) Wesentlicher Teil des gemeinsamen Marktes	86
c) Missbräuchliche Ausnutzung der marktbeherrschenden Stellung	86
V. Zwischenergebnis	88
D. Relevante Tatbestände des Marktmanipulationsrechts	88
I. Grundlagen des Manipulationsverbots als Teil des Marktmissbrauchsrechts	91
1. Entwicklung des Marktmanipulationsverbots	92
2. Europäische und nationale Rechtsquellen	95
a) Europäische Rechtsgrundlagen	95
b) Nationale Umsetzung	97

II. Anwendungsbereich des Marktmanipulationsverbots	98
1. Persönlich	98
2. Sachlich	99
a) Erfasste Märkte nach Art. 2 Abs. 1 Satz 1 MAR	99
aa) Geregelter Markt, Art. 2 Abs. 1 Satz 1 lit. a) MAR	100
bb) Multilaterales Handelssystem, Art. 2 Abs. 1 Satz 1 lit. b) MAR	101
cc) Organisiertes Handelssystem, Art. 2 Abs. 1 Satz 1 lit. c) MAR	102
b) Erfasste Finanzmarktprodukte und sonstige Handlungsweisen	102
3. Örtlich	105
III. Zweck des Marktmanipulationsverbots	106
IV. Tatbestände	107
1. Regelungssystematik und Deliktsnatur	108
2. Handels- und handlungsbezogene Manipulation, Art. 12 Abs. 1 lit. a) und b) MAR	110
3. Informationsbezogene Manipulation, Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR	111
4. Referenzwertmanipulation, Art. 12 Abs. 1 lit. d) MAR	112
5. Fälle der Tatbestandskonkretisierung, Art. 12 Abs. 2 MAR	112
a) Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung, Art. 12 Abs. 2 lit. a) MAR	113
aa) Marktbeherrschende Stellung i.S.d. Art. 12 Abs. 2 lit. a) MAR	115
bb) Verhältnis zur kartellrechtlichen Begriffsbestimmung – Stellungnahme	117
cc) Sicherung (einer marktbeherrschenden Stellung) i.S.d. Art. 12 Abs. 2 lit. a) MAR	121
dd) Kritik am Tatbestand – Stellungnahme	122
b) Irreführung durch zeitabhängigen Kauf oder Verkauf – Making the close, Art. 12 Abs. 2 lit. b) MAR	123
c) Neuartige Handelsmethoden – insb. algorithmische und Hochfrequenzhandelsstrategien, Art. 12 Abs. 2 lit. c) MAR	126

d) Ausnutzung eines Interessenkonflikts – Scalping, Pump and Dump, Art. 12 Abs. 2 lit. d) MAR	128
e) Missbräuchlicher Handel von Emissionszertifikaten und deren Derivate, Art. 12 Abs. 2 lit. e) MAR	130
V. Zwischenergebnis	131
E. Anwendbarkeit des Kartellrechts auf den Finanzmarktsektor	132
I. Problemstellung	132
II. Historische Betrachtung	133
III. Aktuelle Rechtslage	135
1. Normenhierarchische Bewertung	135
2. Systematische Bewertung	137
3. Konkurrenzrechtliche Bewertung	137
4. Teleologische Bewertung	138
IV. Jurisdiktion und Sichtweise der Europäischen Kommission bzw. der Aufsichtsbehörden	141
1. Rechtsprechung in Deutschland, Europa und den USA	141
2. Auffassung der Europäischen Kommission	143
V. Zwischenergebnis	144
 Zweites Kapitel: Regimeübergreifend – kartellrechtlich und marktmanipulationsrechtlich relevante Verhaltensweisen	 145
A. Problemstellung und Gang der Untersuchung	145
B. Bewertung der manipulativen Verhaltensweisen	145
I. Submissionskartell bei Unternehmensübernahme: sog. bid- rigging	145
1. Konstellation	146
2. Beurteilung nach Kartellrecht	147
a) Kartellverbot, Art. 101 Abs. 1 AEUV	147
b) Zwischenergebnis zur kartellrechtlichen Beurteilung	151
3. Beurteilung nach Marktmanipulationsrecht	152
a) Handelsbezogene Marktmanipulation	153
aa) durch Geben falscher oder irreführender Signale oder Sicherung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus, Art. 12 Abs. 1 lit. a) MAR	153
bb) durch Täuschung, Art. 12 Abs. 1 lit. b) MAR	158

cc) durch Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung, Art. 12 Abs. 2 lit. a) MAR	162
b) Informationsbezogene Marktmanipulation, Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR	164
c) Zwischenergebnis zur marktmanipulationsrechtlichen Beurteilung	169
4. Zwischenergebnis	170
II. Cornering bzw. Abusive squeeze	171
1. Konstellation	175
2. Beurteilung nach Kartellrecht	176
a) Marktmachtmissbrauchsverbot, Art. 102 AEUV	177
aa) Relevanter Wettbewerbsmarkt	177
(1) Sachliche Marktabgrenzung	177
i. Aktien eines Emittenten als sachlich relevanter Markt	181
ii. Vergleichbare Unternehmensanteile als sachlich relevanter Markt	183
(2) Zeitliche Marktabgrenzung	186
(3) Stellungnahme	187
(4) Räumliche Marktabgrenzung	197
bb) Marktbeherrschung	198
(1) Pro Marktbeherrschung	203
(2) Contra Marktbeherrschung	203
(3) Stellungnahme	204
cc) Missbräuchliche Verhaltensweise	208
(1) Pro Marktmachtmissbrauch	210
(2) Contra Marktmachtmissbrauch	212
(3) Stellungnahme	213
b) Kartellverbot, Art. 101 Abs. 1 AEUV	220
c) Zwischenergebnis zur kartellrechtlichen Beurteilung	220
3. Beurteilung nach Marktmanipulationsrecht	222
a) Handelsbezogene Marktmanipulation	222
aa) durch Sicherung marktbeherrschender Stellung, Art. 12 Abs. 2 lit. a) MAR	222
(1) Marktbeherrschende Stellung	223
(2) Sicherung der marktbeherrschenden Stellung	224
(3) Preisfestsetzung oder andere unlautere Handelsbedingung	227

bb) Zwischenergebnis zur handelsbezogenen Marktmanipulation	229
b) Zwischenergebnis zur marktmanipulationsrechtlichen Beurteilung	230
4. Zwischenergebnis	231
III. Koordiniertes „Anschleichen“ an Übernahmeziel	231
1. Konstellation	234
2. Beurteilung nach Kartellrecht	235
a) Kartellverbot, Art. 101 Abs. 1 AEUV	236
b) Marktmachtmissbrauchsverbot, Art. 102 AEUV	238
c) Zwischenergebnis zur kartellrechtlichen Beurteilung	239
3. Beurteilung nach Marktmanipulationsrecht	240
a) Handelsbezogene Marktmanipulation	240
aa) durch Geben falscher oder irreführender Signale oder Sicherung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus, Art. 12 Abs. 1 lit. a) MAR	240
bb) durch Täuschung, Art. 12 Abs. 1 lit. b) MAR	241
b) Informationsbezogene Marktmanipulation, Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR	241
c) Zwischenergebnis zur marktmanipulationsrechtlichen Beurteilung	243
4. Zwischenergebnis	245
IV. Koordinierung von Handelsgeschäften	245
1. Kategorisierung	246
a) Handelsbezogene Marktmanipulation	246
aa) Fiktive Geschäfte	247
(1) Sog. improper matched orders	247
(2) Sog. circular-trading	247
bb) Effektive Geschäfte	248
b) Informationsbezogene Marktmanipulation	248
c) Drei Elemente der Koordinierung von Handelsgeschäften	249
2. Konstellation	250
3. Beurteilung nach Kartellrecht	251
a) Kartellverbot, Art. 101 Abs. 1 AEUV	251
b) Marktmachtmissbrauchsverbot, Art. 102 AEUV	255
c) Zwischenergebnis zur kartellrechtlichen Beurteilung	256

4. Beurteilung nach Marktmanipulationsrecht	257
a) Handelsbezogene Marktmanipulation	257
aa) durch Geben falscher oder irreführender Signale oder Sicherung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus, Art. 12 Abs. 1 lit. a) MAR	257
bb) durch Täuschung, Art. 12 Abs. 1 lit. b) MAR	263
Exkurs: Anhang I Teil B der MAR	264
b) Informationsbezogene Marktmanipulation, Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR	265
c) Zwischenergebnis zur marktmanipulationsrechtlichen Beurteilung	268
4. Zwischenergebnis	271
V. Absprachen über Benchmarks	272
1. Konstellation	272
2. Beurteilung nach Kartellrecht	273
a) Kartellverbot, Art. 101 Abs. 1 AEUV	273
b) Marktmachtmissbrauchsverbot, Art. 102 AEUV	275
c) Zwischenergebnis zur kartellrechtlichen Beurteilung	276
3. Beurteilung nach Marktmanipulationsrecht	276
4. Zwischenergebnis	279
C. Ergebnis und zusammenfassende Schlussfolgerung	280
 Drittes Kapitel: Verhältnis der Regime – Abstimmungsoptionen auf Rechtsfolgenreise	 282
A. Gegenwärtige Rechtsfolgenregime und Verfahren	282
I. Gegenüberstellung der Rechtsfolgensystematik	282
1. Kartellrecht	283
a) Verwaltungsrechtliche Maßnahmen	284
aa) Ermittlungsmaßnahmen	284
(1) Auskunftsverlangen, Art. 18 VO Nr. 1/2003	286
(2) Befragungsbefugnis, Art. 19 VO Nr. 1/2003	287
(3) Nachprüfungsbefugnis, Art. 20, 21 VO Nr. 1/2003	288
bb) Verwaltungsentscheidungen	290
(1) Abstellungsbeschluss, Art. 7 VO Nr. 1/2003	290
(2) Verpflichtungszusage, Art. 9 VO Nr. 1/2003	291

(3) Veröffentlichung der Entscheidung, Art. 30 VO Nr. 1/2003	292
b) Sanktionen	293
aa) Ordnungswidrigkeit, Art. 23 Abs. 2 Satz 1 lit. a) VO Nr. 1/2003	293
bb) Straftat	294
c) Zivilrechtliche Folgen	295
aa) Wirksamkeit	295
bb) Haftung	296
(1) Anspruchsgrundlagen, insb. § 33a GWB n.F.	296
(2) Rechtsfolgenbetrachtung (i.e.S.)	298
i. Informationsasymmetrie – Auskunftsverlangen	299
ii. Restitution durch Geldersatz, §§ 249 ff. BGB	300
d) Zwischenergebnis	302
2. Marktmanipulationsrecht	302
a) Verwaltungsrechtliche Maßnahmen, § 4 WpHG	303
aa) präventiver Art	304
(1) aufgrund der Generalbefugnis, § 4 Abs. 1 Satz 3 WpHG – Missstandsaufsicht	307
(2) aufgrund der Befugnis zur Überwachung der Gebote und Verbote des WpHG, § 4 Abs. 2 Satz 1 WpHG	308
(3) Auskunftsrecht, § 4 Abs. 3 WpHG	309
(4) Betretungsrecht, § 4 Abs. 4 und Abs. 4a Satz 1 WpHG n.F.	314
(5) Sicherstellung, § 4 Abs. 4a Satz 3 WpHG n.F. und Beschlagnahme, § 4 Abs. 4a Satz 4, Abs. 4b WpHG n.F.	316
bb) repressiver Art	317
(1) Öffentliche Warnung, § 4 Abs. 3k WpHG n.F.	317
(2) Bekanntmachung von Maßnahmen, § 40b Abs. 1 WpHG	318
(3) Naming & Shaming, § 40d WpHG n.F.	319
(4) Persönliche Handelsuntersagung, § 4 Abs. 3h–3j WpHG n.F.	321

(5) Sonstige Maßnahmen	322
cc) Zwischenergebnis	323
b) Sanktionen	323
aa) Ordnungswidrigkeit, § 39 Abs. 3d Nr. 2 WpHG n.F.	324
bb) Straftat, § 38 Abs. 1 Nr. 2 lit. a)–d) WpHG n.F.	326
cc) Zwischenergebnis	330
c) Zivilrechtliche Folgen	330
aa) Wirksamkeit	331
bb) Haftung	333
cc) Zwischenergebnis	336
d) Zwischenergebnis	336
3. Bewertung des Verhältnisses	337
a) Verwaltungsrechtliche Maßnahmen	337
aa) Ermittlungsbefugnisse und präventive Maßnahmen der Verwaltungsbehörden	338
bb) Entscheidungsbefugnisse und repressive Maßnahmen der Verwaltungsbehörden	341
cc) Schlussfolgerungen	342
b) Sanktionen	345
aa) Ordnungswidrigkeit	345
bb) Straftat	346
cc) Schlussfolgerungen	347
c) Zivilrechtliche Konsequenzen	348
II. Gegenüberstellung der Verfahrensbesonderheiten	349
1. Kartellrecht	349
a) Verwaltungsverfahren	349
b) Bußgeldverfahren	351
c) Zivilprozess	352
2. Marktmanipulationsrecht	353
a) Verwaltungsverfahren	353
b) Bußgeldverfahren	354
c) Strafverfahren	357
3. Bewertung des Verhältnisses	357
a) Verwaltungsverfahren	357
b) Bußgeld- und Strafverfahren	360
c) Zivilverfahren	363
III. Zwischenergebnis	364

Inhaltsverzeichnis

B. Rechtsgebietsübergreifende Thesen zur Abstimmungsoptimierung der Regime	366
I. Informationsaustausch	366
1. Behördenzusammenarbeit	367
2. Mitteilungstatbestände und Datenweiterleitung	370
II. Zuständigkeitskonzentration	371
1. Zweck	371
2. Ausgestaltungsmöglichkeit	372
III. Follow-on-Klagen	373
1. Kartellrechtliche Regelung	373
2. Marktmanipulationsrechtliche Ergänzung	373
IV. Kronzeugenregelung	374
1. Kartellrechtliches Erfolgskonzept	374
2. Marktmanipulationsrechtliche Lücke	375
C. Ergebnis	377
Zusammenfassung der Ergebnisse der Arbeit	379
Literaturverzeichnis	386

Abkürzungsverzeichnis

I. FiMaNoG	Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz
a.A.	andere Ansicht
a.F.	alte Fassung
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft/ Amtsgericht/ Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
Art.	Artikel
AT	Allgemeiner Teil
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAKred	Bundesaufsicht für das Kreditwesen
BAV	Bundesaufsicht für das Versicherungswesen
BaWe	Bundesaufsicht für den Wertpapierhandel
BB	Betriebsberater
Bd.	Band
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Begr.	Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt.	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen

Abkürzungsverzeichnis

BKartA	Bundeskartellamt
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft und Energie
BörsG	Börsengesetz
BR-Drs.	Bundesratsdrucksachen
bspw.	beispielsweise
BT	Bundestag
BT-Drs.	Bundestagsdrucksachen
BT-Plenarprtk.	Plenarprotokoll des Deutschen Bundestages/ Stenografischer Bericht
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvS	Bundesanstalt für vereinigungsbedingte Sonderaufgaben
BW	Baden-Württemberg
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CESR	Committee of European Securities Regulators
CfD	Contracts for Difference
CFR	Council on Foreign Relations
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
Cir.	Circuit
CRIM-MAD	Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse
d.h.	das heißt
DB	Der Betrieb
DDR	Deutsche Demokratische Republik
ders.	derselbe
dies.	dieselben
DM	Deutsche Mark
EBA	European Banking Authority
EBF	European Banking Federation
ECN	European Competition Network
EEX	European Energy Exchange
EGKSV	Vertrag über die Gründung der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl

Einl.	Einleitung
EMMI	European Money Markets Institute
Ent.	Entscheidung
Erm. n. K.	Ermäßigung nach Kronzeugenregelung
ESC	European Securities Committee
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EuG	Gericht der Europäischen Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
Eurex	European Exchange AG
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EZB	Europäische Zentralbank
f./ ff.	folgende/ fortfolgende
F. 2d	Federal Reporter 2 nd Edition
F. Supp.	Federal Supplement
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCA	Financial Conduct Authority
FinAnV	Finanzanalyseverordnung
FinDaG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn.	Fußnote
FRUG	Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetz
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
GFVO	Gruppenfreistellungsverordnung
GG	Grundgesetz
GRCh	Grundrechtecharta der Europäischen Union
grds.	grundsätzlich
GRSS	Global Rate Set Systems

Abkürzungsverzeichnis

GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht
GVBl.	Gesetz- und Verordnungsblatt des Freistaats Bayern
GVG	Gerichtsverfassungsgesetz
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWB-ÄndG	Gesetzes zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen
h.M.	herrschende Meinung
HBl.	Handelsblatt
i.E.	im Ergebnis
i.e.S.	im engeren Sinn
i.F.	im Folgenden
i.H.	in Höhe
i.H.v.	in Höhe von
i.S.d.	im Sinne des
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinne
ICE	Intercontinental Exchange Benchmark Administration
ICE Futures	ICE Futures Europe
inkl.	inklusive
insb.	insbesondere
Is.	Issue
J.	Journal
JuS	Juristische Schulung
JZ	JuristenZeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Kap.	Kapitel
KapMuG	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz
KG	Kammergericht
KK	Kölner Kommentar
Kommission	Europäische Kommission
KommJur	Zeitschrift Kommunaljurist
KuMaKV	Kursmanipulation-Konkretisierungsverordnung

KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
LIBOR	London Interbank Offered Rate
Lit.	Literatur
lit.	littera
m.a.W.	mit anderen Worten
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MAD	Market Abuse Directive
MaKonV	Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung
MAR	Market Abuse Regulation
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
Mio.	Millionen
MiStra	Anordnung über Mitteilungen in Strafsachen
Mrd.	Milliarde
MTF	Multilateral Trading Facility
MüKo	Münchener Kommentar
n.F.	neue Fassung
NAAT	No Appreciable Affection of Trade
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per anno
PM	Pressemitteilung
RegE	Regierungsentwurf
Rev.	Review
RiStBV	Richtlinien für das Strafverfahren und das Bußgeldverfahren
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
Rz.	Randziffer
S.	Seite

Abkürzungsverzeichnis

SE	Société Européenne/ Societas Europaea
sog.	sogenannt
SSNIP	Small but Significant and Nontransitory Increase in Price
std.	Stand
stRspr.	ständige Rechtsprechung
SZ	Süddeutsche Zeitung
TEHG	Treibhausgas-Emissionshandelsgesetz
TKG	Telekommunikationsgesetzes
TUG	Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz
u.a.	unter anderem
Unterabs.	Unterabsatz
US	United States
UWG	Gesetz gegen unlauteren Wettbewerb
v.	vom/ von
v.A.w.	von Amts wegen
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
verb.	verbundene
VerfVO	Verfahrensverordnung
VermAnlG	Vermögensanlagegesetz
veröffentl.	veröffentlicht
VG	Verwaltungsgericht
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vol.	Volume
Vorbem.	Vorbemerkung
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VwVG	Verwaltungs-Vollstreckungsgesetz
w.N.	weitere Nachweise
WiWo	Wirtschaftswoche
WM	Wertpapiermitteilung (Zeitschrift)
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpHG-RefE	Referentenentwurf des 1. FiMaNoG

WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜGAngebV	WpÜG-Angebotsverordnung
WSJ	The Wall Street Journal
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
WuW/E	WuW-Entscheidungssammlung zum Kartellrecht
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZWeR	Zeitschrift für Wettbewerbsrecht

Einleitung

Der heutige Finanzmarkt dient nicht nur als klassischer Handelsplatz für finanzielle Hilfsmittel der Realwirtschaft – bspw. eines produzierenden Gewerbes. Der Finanzmarkt hat vielmehr eine selbstständige, gesamtwirtschaftliche Relevanz.¹ Trotz seiner systemischen Bedeutung konnte eine befriedigende Regulierung noch nicht etabliert werden.² Bis heute werden die gesetzgeberischen Bemühungen den aktuellen Herausforderungen moderner Finanzmarktssysteme nicht gerecht. Weltweit spürbarer Beweis für das vielschichtige inhaltliche Regulierungsdefizit waren die Finanzkrisen seit Sommer 2007; beginnend mit der Subprime-Krise in den USA, über die Bankenkrise – mitsamt den staatlichen Bankenrettungen, bis hin zu den hiervon infizierten weltweiten Finanzmärkten und der Eurokrise.³

-
- 1 Interessant sind in diesem Zusammenhang die verfassungsrechtlich motivierten Ausführungen von *Schröder*, der dem Finanzmarkt auch die Aufgabe einer ersatzweisen sozialen Daseinsvorsorge zuspricht, die der Staat demografisch bedingt nicht mehr zu leisten vermag – daher käme den Märkten durch den überindividuellen Vermögensschutz auch eine zentrale gesellschaftliche Funktion zu, HdB KapitalmarktstrafR, 2015, Rn. 717.
 - 2 Vgl. u.a. Bericht der von Kommissionspräsident *Barroso* im Okt. 2008 infolge der Finanzkrisen einberufenen Expertengruppe unter Leitung *Jacques de Larosière* v. 25.02.2009 (sog. *De Larosière*-Bericht), S. 6 ff., 15 ff.; siehe auch *Heribert*, „Regulierung der Finanzmärkte – Wie erfolgreich sind die Bemühungen auf internationaler Ebene?“ v. 22.02.2013 (abrufbar: <http://www.bpb.de/politik/wirtschaft/finanzmaerkte/65435/regulierung-der-finanzmaerkte?p=all>); vgl. *Schmidt*, *Financial Crisis and European Company and Capital Markets Law*, 2016, 33, 35.
 - 3 Vgl. *De Larosière*-Bericht v. 25.02.2009, S. 6 ff., siehe zuvor Fn. 2; darstellende Übersichten abrufbar: <http://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52584/finanz-und-wirtschaftskrise> und https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Dossier/Service/schule_und_bildung_kapitel_4.html?notFirst=true&docId=147560 und <http://www.theguardian.com/business/2011/aug/07/global-financial-crisis-key-stages>; dazu grundlegend *Podszun* in: *Fikentscher/Hacker/Podszun*, *Fair Economy*, 2013, S. 49 ff.; obwohl die Eurokrise als Staatsschuldenkrise eher politischer Verantwortlichkeit zuzuschreiben ist, wurde insb. durch die zulässigen Spekulationen ohne Eigenkapitaldeckung ein Manko offenbart, das ohne staatliche Rettung wohl noch drastischere Folgen gehabt hätte und letztlich auch in eine Vertrauenskrise mündete, so auch *Schröder*, HdB KapitalmarktstrafR, 2015, Rn. 1081c, 1139 ff.

Ein unvollständiges Regime steht daher vor der Aufgabe, umfassend die Stabilität und die Funktionalität des Finanzmarktes zu sichern.⁴ Gleichzeitig erschweren die Komplexität, Flexibilität und Dynamik des Finanzmarktes eine wirkungsvolle und befriedigende Regulierung.⁵ Hinzu kommt die enorme Profitabilität, die eine Gesetzeslücke auf dem Finanzmarkt bietet und den Wettlauf der Handelsteilnehmer mit den Gesetzgebungsorganen, Regulierungsbehörden und Aufsichtsinstitutionen anspornt. Trotz erheblicher Anstrengungen auf staatlicher Seite, mit den wechselnden Anforderungen Schritt zu halten, treten weiterhin spürbare Defizite auf.⁶

Vor diesem Hintergrund wird umso klarer, dass – wie auch in vielen anderen, sich fortentwickelnden Lebenssachverhalten – ein dringender Bedarf der Anpassung von bestehenden oder der Einführung neuer Regelungen existiert. Weniger einleuchtend ist demgegenüber, warum die Legislative nicht souveräner vorgeht, um bspw. aus bewährten Rechtsgebieten gewinnbringend Parallelen zu ziehen. Warum entspricht etwa die Gewährleistung für Finanzmarktprodukte nicht dem kaufvertraglichen Mängelrecht? Warum forcieren Gesetzesnovellierungen im Moment eine Exkulpation der Finanzproduktanbieter durch die Erfüllung von Aufklärungspflichten, anstatt durch Garantien eine Risikoabwälzung auf die Käufer zu vermeiden?⁷ Neben diesen Aspekten zur Verbesserung der Instrumente und Produkte des Finanzmarktes sollten auch – wie durch die Krisen belegt – Überlegungen in Bezug auf die Funktionstüchtigkeit und Wirksamkeit des Marktes insgesamt angestellt werden. Denn nicht zuletzt war die Finanzkrise auch für die europäische Harmonisierung des Marktmissbrauchsrechts ausschlaggebend, die in den Mitgliedstaaten seit dem 03.07.2016 gilt, um einen erhöhten Anlegerschutz und eine verbesserte Transparenz der Finanzmärkte zu sichern.⁸

4 Unionsweit wird dazu seit 2011 auch die Vernetzung der europäischen Aufsichtsbehörden forciert, *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 2016, Rn. 33 f., 1011, 1030.

5 Instruktiv zur Ursache der Finanzkrise, *Schröder*, HdB KapitalmarktstrafR, 2015, Rn. 1081b, 1082 f., 1139 ff.

6 Grünbuch der Europäischen Kommission zur Schaffung einer Kapitalmarktunion v. 18.02.2015; vgl. dazu ausführlich *Schmidt*, GPR 2015, 129, 130 ff.

7 Vgl. dazu ausführlich *Hacker* in: Fikentscher/Hacker/Podszun, FairEconomy, 2013, S. 103 ff.

8 Vgl. Stellungnahme der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority – ESMA) zur öffentlichen Anhörung des

An dieser Stelle setzt die Arbeit an und untersucht eine Schnittstellenproblematik im bisher vernachlässigten Verhältnis zwischen dem Finanzmarktrecht und dem Kartellrecht.⁹ Prima facie überrascht die versäumte Beurteilung des Zusammenhangs dieser Rechtsgebiete insb. auch deswegen, weil gerade das Kartellrecht die Sicherung von Wettbewerb bezweckt und damit maßgeblich zur Funktionstüchtigkeit eines Marktes beiträgt. Trotzdem ist das Verhältnis der Regelungen unbestimmt und es findet bisher keine inhaltliche Abstimmung der Rechtsgebiete statt.

Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zum Entwurf des Umsetzungsgesetzes (1. FiMaNoG) v. 10.05.2016.

- ⁹ Siehe auch schon das Gutachten der Monopolkommission: Eine Wettbewerbsordnung für die Finanzmärkte, Zwanzigstes Hauptgutachten der Monopolkommission gemäß § 44 Abs. 1 Satz 1 GWB – 2012/2013 v. 09.07.2014, S. 724 f.; *Zimmer*, WuW 2013, 811.

Problemdarstellung und Forschungsfragen

I. Kartellrechtlich relevante Manipulation als reales Problem des Finanzmarktes

Im Jahr 2013 sind öffentlichkeitswirksam die LIBOR- und EURIBOR-Affäre bekannt geworden. Die Kommission sanktionierte dabei erstmals Absprachen auf dem Finanzmarkt wegen kartellrechtlicher Verstöße mit einem Bußgeld i.H.v. 1,49 Mrd. Euro.¹⁰ Auch die Entscheidung des OLG Stuttgart, das im Jahr 2015 über Schadensersatzklagen von Hedge-Fonds-Gesellschaften gegen die *Porsche-Holding-SE* in Höhe von 1,176 Mrd. Euro entschied, trat ins öffentliche Bewusstsein und ist ein mehr oder weniger prominentes Beispiel für eine Sachverhaltskonstellation, die auf dem Finanzmarkt möglich ist und einen Verstoß beinhalten kann, der sowohl vom Marktmanipulationsrecht als auch vom Kartellrecht erfasst werden könnte. Auch abseits des Rampenlichts gibt es weitere Fälle und Hinweise, welche die Annahme rechtfertigen, dass manipulative Verhaltensweisen auf dem Finanzmarkt existieren, die sowohl marktmanipulationsrechtliche als auch kartellrechtliche Verbotstatbestände erfüllen. Unter anderem sind Sachverhalte bekannt geworden, in denen sich bei öffentlichen Übernahmen sog. Submissionskartelle bildeten, um den Übernahmepreis der Zielgesellschaft zu verringern.¹¹ In ähnlicher Weise fanden auch andere Koordinierungen statt, die ebenfalls geeignet sind, wettbewerbsunabhängig-

10 PM der Kommission v. 04.12.2013 (geändert am 06.04.2016), „Kartellrecht: Kommission verhängt Geldbußen in Höhe von 1,49 Mrd. EUR für Teilnahme an Zinskartellen in der Derivatebranche“, abrufbar: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-1208_de.htm; SZ v. 04.12.2013 – „EU-Kommission verhängt Rekordstrafe im Libor-Skandal“, abrufbar: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/manipulation-von-zinssaetzen-eu-kommission-verhaengt-rekordstrafe-im-libor-skandal-1.1835138>.

11 Siehe bspw. Kirk Dahl, et al. vs. Bain Capital Partners, LLC, et al., 589 F. Supp. 2d 112 (D. Mass., Dec. 15, 2008) LEXIS 122310; der darauf folgende Vergleich ist abrufbar: <http://blogs.reuters.com/alison-frankel/files/2014/06/privateequitycollusion-baingoldmansettlement1.pdf>; Pennsylvania Ave. Funds vs. Borey, et al., 569 F. Supp. 2d 1126 (W.D. Wash., Feb. 13, 2008), LEXIS 13398.

ge Marktpreisvorteile zu schaffen.¹² Dem Grunde nach ist auch die missbräuchliche Ausnutzung einer marktbeherrschenden Stellung auf dem Kapitalmarkt denkbar.¹³

Obwohl diese Überschneidungen naheliegen, sind keine belastbaren Aussagen zum Verhältnis der Regelungen vorhanden. Die Kommission, die EU-Mitgliedstaaten wie auch die deutsche Monopolkommission haben den Handlungsbedarf zwar erkannt. Infolge der Finanz- und Eurokrise wurden auf internationaler, europäischer und nationaler Ebene weitreichende Maßnahmenpakete beschlossen. Dennoch fehlt nach wie vor eine Klärung des Verhältnisses der beiden Regime des Marktmanipulationsrechts und des Kartellrechts. Selbst die jüngsten gesetzgeberischen Bemühungen um eine Stabilisierung des Finanzmarktes auf europäischer Ebene – insb. die Novellierung des Marktmanipulationsrechts durch die Marktmissbrauchsverordnung Nr. 596/2014 vom 16.04.2014 (Market Abuse Regulation, i.F. MAR)¹⁴ und die zeitgleich verabschiedete Richtlinie 2014/57/EU über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse, i.F. CRIM-MAD)¹⁵ – brachten kein Licht ins Dunkel.

Die MAR bestraft zwar weiterhin gemäß Art. 12 Abs. 2 lit. a) unter anderem die Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung in Bezug auf das Angebot eines Finanzinstruments, wenn dadurch eine Person oder mehrere in Absprache handelnde Personen den Kauf- oder Verkaufspreis festlegen können. Jedoch bringt diese Norm – obschon sie eine mit dem Kartellrecht verwandte Begrifflichkeit aufweist – ebenso wenig wie zuvor § 4 Abs. 3

12 Bspw. das sog. Heranschleichen an ein Übernahmeziel im Fall Schaeffler/Continental, siehe S. 51; dazu u.a., *Fleischer/Schmolke*, NZG 2009, 401, 404; *Hutter/Kaulamo/Plepelits* in: GS Gruson, 2009, 213 f.

13 Etwa durch das sog. Cornering oder Abusive squeeze; näher *Fleischer/Bueren*, ZIP 2013, 1253, 1254; ähnlich auch *Stoll* in: KK-WpHG, 2014, § 20a Anh. I – § 4 MaKonV Rn. 20; *Flothen*, Marktmanipulation und Kurspflege, 2009, S. 58.

14 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlamentes und des Rates v. 16.04.2014 über Marktmissbrauch und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (erste Marktmissbrauchsrichtlinie, Market Abuse Directive – MAD) und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission (ABl. L 173 v. 12.06.2014, S. 1).

15 Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlamentes und des Rates v. 16.04.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (ABl. L 173 v. 12.06.2014, S. 179).

Nr. 1 der Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation (i.F. MaKonV)¹⁶ in befriedigender Weise Aufschluss über das Verhältnis der Regime. Die tatsächlich auftretenden relevanten Überschneidungskonstellationen zeugen von einer ungenügenden, ineffektiven Rechtslage und bedürfen einer Klärung. Die Novellierung des Marktmanipulationsrechts mit der MAR und CRIM-MAD bringt zudem höchste Aktualität in diese offene Frage, denn mit dem Ersten Finanzmarktnovellierungsgesetz (i.F. 1. FiMaNoG)¹⁷ v. 30.06.2016 wurden die Vorgaben mit Wirkung zum 02.07.2016 (innerhalb der Frist, Art. 39 Abs. 2 MAR bzw. Art. 13 Abs. 1 CRIM-MAD) in nationales Recht umgesetzt.¹⁸ Die Forschungsarbeit nimmt daher auch die gesetzlichen Neuerungen zum Anlass der Untersuchung. Außerdem ist durch die Überarbeitung des Marktmanipulationsrechts in unterschiedlicher Hinsicht denkbar, dass sich die ergänzende Wirkung, die aus einer Abstimmung der beiden Regime resultieren könnte, verändert hat.

Letzteres würde bspw. aus der deutlichen Verschärfung der Bußgeldandrohung im neuen Marktmanipulationsrecht folgen, deren (zuvor niedrige) Ausgestaltung als eine der Ursachen für das Regulierungsversagen erachtet wurde.¹⁹ Bisher unterschied § 39 Abs. 4 WpHG a.F. nicht zwischen Verstößen von natürlichen oder juristischen Personen und sah einen einheitlichen Maximalbetrag von 1 Mio. Euro vor; das Kartellrecht dagegen differenziert nach § 81 Abs. 4 GWB und legt für natürliche Personen einen Bußgeldrahmen von bis zu 1 Mio. Euro und für die (relevanteren) Verstöße von Unternehmen von bis zu 10% des Gesamtumsatzes²⁰ fest. Die neue MAR sanktioniert Manipulationsverstöße gemäß Art. 30 Abs. 2 bzw. § 39 Abs. 4a WpHG n.F. deutlich strenger und schreibt einen Maximalbetrag vor von 5 Mio. Euro für natürliche Personen [lit. i) Var. i) bzw. Abs. 4a Satz 1] und von 15 Mio. Euro oder 15% des Gesamtumsatzes für juristi-

16 V. 01.03.2005, BGBl. I Nr. 15, S. 515.

17 Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte, v. 30.06.2016, BGBl. I Nr. 31, S. 1514.

18 Vgl. Art. 17 1. FiMaNoG; zur Anwendbarkeit des Gesetzes vor Geltung der MAR (03.07.2016), BGH, 10.01.2017, Az. 5 StR 532/16, BeckRS 2017, 100305, Rn. 8.

19 So *De Larosière*-Bericht v. 25.02.2009, S. 26 f., siehe Fn. 2.

20 Siehe instruktiv zur Berechnung *Vollmer* in: MüKo WettbewerbsR, Bd. 2, GWB, 2015, § 81 Rn. 156 ff.