

Hendrik Wessling

**Wettbewerbsbeschränkungen  
auf Märkten für börsennotierte  
Aktien und Aktienderivate**



Nomos

Nomos Universitätsschriften

Recht

Band 949

Hendrik Wessling

# Wettbewerbsbeschränkungen auf Märkten für börsennotierte Aktien und Aktienderivate



**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.: Passau, Univ., Diss., 2018

ISBN 978-3-8487-5524-0 (Print)

ISBN 978-3-8452-9647-0 (ePDF)

1. Auflage 2019

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2019. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

## Vorwort

Diese Arbeit wurde im Juli 2017 fertiggestellt und im Sommersemester 2018 von der Universität Passau als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur wurden daher bis einschließlich Juli 2017 berücksichtigt.

Ich möchte mich bei allen bedanken, die meine Promotion unterstützt haben. Besonderer Dank gilt meiner Doktormutter Frau Prof. Poelzig für die Betreuung der Arbeit. Insbesondere danke ich ihr für die inspirierenden Gespräche und Hinweise während der Themenfindung sowie für die interessanten Diskussionen im Verlauf des weiteren Promotionsstudiums. Herrn Prof. Entrop danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Einen wesentlichen Teil der Arbeit habe ich im Rechtshaus der Universität zu Köln geschrieben. Den Mitarbeitern der dortigen Bibliothek, insbesondere Monika und Rolf, danke ich herzlich für die Unterstützung bei der Literaturbeschaffung.

Dem Kartellrechtsteam des damaligen Kölner Büros von Freshfields Bruckhaus Deringer danke ich für die lehrreichen Diskussionen während meiner dortigen Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter.

Xaver Hofmeier, Leander Wack und Michael Greiwe danke ich für die zahlreichen anregenden Gespräche.

Meinem Vater danke ich für die umfassende Unterstützung meiner Promotion in jeder Hinsicht. Gleiches gilt für meine Verlobte Enza Stuppia.

Die Arbeit widme ich meiner verstorbenen Mutter Astrid Wessling und meinem Vater Dr. Werner Wessling.

London, den 30. September 2018





B. Die Struktur von Aktienmärkten und Aktienderivatemärkten	62
I. Aktienmärkte	63
1. Börsennotierte Aktien	63
2. Primär- und Sekundärmärkte	63
3. Organisationsgrad	64
a. Organisierte Märkte	64
b. Nicht organisierte Märkte	65
4. Marktteilnehmer	66
a. Emittent	66
b. Konsortialbank	66
c. Anleger	66
d. Market-Maker	67
e. Weitere Finanzintermediäre	68
II. Aktienderivatemärkte	68
1. Produkte des Markts für börsennotierte Aktienderivate	68
a. Futures	69
b. Optionen	70
2. Marktsegmente und Organisationsgrad	71
3. Marktteilnehmer	71
a. Hedger	72
b. Spekulant	72
c. Arbitrageur	72
d. Market-Maker	73
C. Funktionen von Aktienmärkten und Aktienderivatemärkten	73
I. Aktienmärkte	73
1. Funktionen	73
2. Markteffizienz	74
a. Operative Effizienz	75
b. Informationseffizienz	76
c. Bewertungseffizienz	76
II. Aktienderivatemärkte	77
1. Funktionen	78
2. Markteffizienz	79
D. Zusammenfassung	79

Viertes Kapitel: Marktmacht auf Märkten für börsennotierte Aktien und Aktienderivate	81
A. Marktmacht im engeren Sinne auf Aktienmärkten	81
I. Finanzmarkttheoretische Grundlagen	81
1. Risiko und Rendite	81
a. Rendite	82
b. Risiko	83
2. Portfoliotheorie nach Markowitz	85
3. Tobin-Separation	87
4. Capital Asset Pricing Model	90
5. Marktmacht unter den Bedingungen des Capital Asset Pricing Models	93
II. Substitutionsschranken auf Aktienmärkten	94
1. Terminologie	94
2. Allgemeine Substitutionsschranken	95
a. Finanzmarkttheoretische Hypothesen zur Erklärung von Preisänderungen infolge von Angebots- und Nachfrageschocks	96
(1) Information-Hypothese	96
(2) Price-Pressure-Hypothese	97
(3) Imperfect-Substitute-Hypothese	98
b. Empirische Evidenzen	101
(1) Information-Hypothese	101
(2) Price-Pressure-Hypothese	101
(3) Imperfect-Substitute-Hypothese	102
(4) Bewertung der empirischen Untersuchungen	104
c. Zwischenfazit	106
3. Rechtliche Substitutionsschranken	106
a. Leerverkäufe und Wertpapierleihen	106
b. Derivate	108
4. Strategische Substitutionsschranken	108
5. Primärmarktspezifische Substitutionsschranken	108
6. Angebotsseitige Substitutionsschranken	110
III. Substitutionsschranken als Anknüpfungspunkt kartellrechtlich erheblicher Marktmacht auf Aktienmärkten	110
1. Marktmacht aufgrund allgemeiner Substitutionsschranken	111
2. Marktmacht aufgrund rechtlicher Substitutionsschranken	112

3. Marktmacht aufgrund strategischer Substitutionsschranken	112
4. Marktmacht aufgrund primärmarktspezifischer Substitutionsschranken	113
5. Marktmacht aufgrund angebotsseitiger Substitutionsschranken	114
B. Marktmacht im engeren Sinne auf Aktienderivatemärkten	114
I. Finanzmarkttheoretische Grundlagen	114
II. Substitutionsschranken auf Aktienderivatemärkten	115
III. Substitutionsschranken als Anknüpfungspunkt kartellrechtlich erheblicher Marktmacht auf Aktienderivatemärkten	116
C. Marktmacht im weiteren Sinne auf Aktienmärkten und Aktienderivatemärkten	117
I. Finanzmarkttheoretische Grundlagen	118
1. Terminologie	118
2. Herdenverhalten	119
3. Marktmanipulation	122
a. Informationsgestützte Manipulation	123
b. Handelsgestützte Manipulation	124
c. Handlungsgestützte Manipulation	126
4. Markteffizienzhypothesen nach Fama	126
5. Die Informationseffizienz von Aktienmärkten und Aktienderivatemärkten unter Realbedingungen	128
II. Informationsasymmetrien auf Aktienmärkten und Aktienderivatemärkten	129
1. Informationsasymmetrien zugunsten von Insidern	129
2. Informationsasymmetrien zugunsten von Manipulanten	129
3. Informationsasymmetrien zugunsten von Manipulationsaspiranten	130
III. Informationsasymmetrien als Anknüpfungspunkt kartellrechtlich erheblicher Marktmacht auf Aktien- und Aktienderivatemärkten	130
1. Marktmacht aufgrund von Informationsasymmetrien zugunsten von Insidern	130
2. Marktmacht aufgrund von Informationsasymmetrien zugunsten von Manipulanten	131
3. Marktmacht aufgrund von Informationsasymmetrien zugunsten von Manipulationsaspiranten	132

D. Zusammenfassung	133
Fünftes Kapitel: Kartellrecht und Kapitalmarktrecht	137
A. Normschnittstellen	137
I. Regelungsgegenstand des Kartellrechts	137
II. Regelungsgegenstand des Kapitalmarktrechts	138
III. Berührungspunkte	139
B. Normziele und Normwertungen	140
I. Kartellrecht	140
1. Wettbewerbspolitische Grundlagen	140
a. Wohlfahrtsökonomischer Ansatz	140
b. Systemtheoretischer Ansatz	142
2. Europäisches Kartellrecht	144
a. Das Binnenmarktziel	144
b. Weitere Ziele und Wertungen	146
(1) Art. 101 AEUV	146
(2) Art. 102 AEUV	148
c. Schlussfolgerung	149
3. Deutsches Kartellrecht	152
II. Kapitalmarktrecht	153
1. Das herkömmliche Zielkoordinatensystem des Kapitalmarktrechts	153
a. Funktionsschutz	153
b. Anlegerschutz	155
2. Die Ziele der MM-VO	157
3. Schlussfolgerung	158
III. Vergleich	159
1. Binnenmarktziel	159
2. Wohlfahrtsökonomische Effizienzkriterien	160
3. Anlegerschutz versus Konsumentenschutz	161
4. Rechtsphilosophische Ausrichtung	162
C. Normbestimmtheit	163
I. Diskretionäre Entscheidungsspielräume	163
1. Kartellrecht	163
2. Kapitalmarktrecht	165
II. Unbestimmte Rechtsbegriffe	167
1. Kartellrecht	167
2. Kapitalmarktrecht	167
III. Vergleich	168

D. Zusammenfassung	169
Sechstes Kapitel: Kartellrecht auf Märkten für börsennotierte Aktien und Aktienderivate unter Berücksichtigung kapitalmarktrechtlicher Schnittmengen	172
A. Terminologie	172
I. Verbotskonkurrenzen	172
II. Wertungswidersprüche	173
B. Sektorale Anwendbarkeit	175
I. Europäisches Kartellrecht	175
1. Geschriebene Bereichsausnahme	176
2. Ungeschriebene Bereichsausnahme	176
a. Meinungsstand	177
b. Anknüpfungspunkte im europäischen Primärrecht	177
c. Untergesetzliche Anknüpfungspunkte	179
(1) Die Implied Antitrust-Immunity des US-amerikanischen Antitrust-Rechts	180
(2) Übertragbarkeit auf das europäische Kartellrecht	181
3. Zwischenergebnis	184
II. Deutsches Kartellrecht	184
1. Geschriebene Bereichsausnahme	184
2. Ungeschriebene Bereichsausnahme	185
3. Zwischenergebnis	186
C. Marktmacht im engeren Sinne auf Aktienmärkten	186
I. Marktmacht aufgrund allgemeiner Substitutionsschranken	187
1. Art. 102 AEUV	187
a. Sachliche Marktabgrenzung	188
(1) Meinungsstand	188
(2) Allgemeine Grundsätze	190
(3) Anwendung der allgemeinen Grundsätze auf titelspezifische Kandidatenmärkte	193
(a) Bedarfsmarktkonzept	194
(b) SSNIP-Test	195
(i) Theoretische Überlegungen	196
(ii) Studien zur Imperfect-Substitute-Hypothese	197
(iii) Studien zur Profitabilität des monopolistischen Market-Makings	199

(iv) Zwischenergebnis	200
(c) Bewertung der Ergebnisse des SSNIP-Tests	200
(4) Anwendung der allgemeinen Grundsätze auf titelübergreifende Kandidatenmärkte	201
(5) Zwischenergebnis	202
b. Räumliche Marktabgrenzung	202
(1) Meinungsstand	203
(2) Allgemeine Grundsätze	203
(3) Anwendung der allgemeinen Grundsätze	204
c. Zwischenergebnis	205
2. Art. 101 AEUV	205
a. Kartelle zwischen Market-Makern	205
(1) Normadressaten	207
(2) Tatbestandliches Verhalten	207
(a) Vereinbarung	207
(i) Ausdrückliche Absprachen und Informationsaustausch	208
(ii) Kommunikation über den Markt	209
(b) Abgestimmte Verhaltensweise	212
(c) Komplexe Kartelle	213
(3) Bezweckte Wettbewerbsbeschränkung	214
(4) Spürbarkeit der Wettbewerbsbeschränkung	216
(5) Räumliche Anwendbarkeit	217
(a) Völkerrechtliche Anwendbarkeit	217
(i) Grundsätze	217
(ii) Anwendung der Grundsätze	222
(b) Sachliche Anwendbarkeit nach der Zwischenstaatlichkeitsklausel	224
(i) Eignung zur Beeinträchtigung des zwischenstaatlichen Handels	224
(ii) Spürbare zwischenstaatliche Implikationen	225
(6) Freistellung	230
(a) Effizienzen	230
(b) Angemessene Verbraucherbeteiligung	231
(c) Zwischenergebnis	233
b. Kartelle zwischen Großaktionären	233
(1) Normadressaten	234
(2) Tatbestandliches Verhalten	239
(3) Bezweckte spürbare Wettbewerbsbeschränkung	239

(4) Tatbestandsausnahme für strategische Investoren	240
(5) Räumliche Anwendbarkeit	242
(6) Freistellung	243
3. Kapitalmarktrechtliche Schnittmengen	243
a. Market-Maker-Kartelle	244
(1) Marktmanipulationsverbot	244
(2) Insiderhandelsverbot	246
(3) Ergebnis	249
b. Kartelle zwischen Großaktionären	250
(1) Marktmanipulationsverbot	250
(2) Insiderhandelsverbot	252
(3) Vergleich	253
II. Marktmacht aufgrund rechtlicher Substitutionsschranken	254
1. Art. 102 AEUV	254
a. Rechtstatsächlicher Hintergrund: Der Market-Corner der VW-Stammaktie 2008	255
b. Meinungsstand	258
(1) Rechtsprechung	258
(2) Schrifttum	260
c. Eigene Würdigung	262
(1) Marktabgrenzung	262
(a) Verschuldens-Argument	264
(b) Relevanz-Argument	266
(c) Zeit-Argument	268
(d) Funktions-Argument	271
(e) Abschließende Bewertung	271
(2) Beherrschende Stellung eines oder mehrerer Unternehmen	272
(3) Missbräuchliche Ausnutzung	276
(a) Das Regelbeispiel des Art. 102 UAbs. 2 lit. a AEUV	276
(b) Die Missbräuchlichkeit der Erzwingung unangemessener Verkaufspreise	279
(c) Sonstige missbräuchliche Verhaltensweisen	281
2. Art. 101 AEUV	282
3. Kapitalmarktrechtliche Schnittmengen	283
a. Marktmanipulationsverbot	283
b. Insiderhandelsverbot	284
c. Vergleich	285

III. Marktmacht aufgrund strategischer Substitutionsschranken	286
1. Art. 102 AEUV	286
a. Beherrschende Stellung	286
(1) Marktabgrenzung	287
(a) Meinungsstand	287
(b) Eigene Würdigung	288
(2) Beherrschende Stellung	290
(3) Missbrauch	290
2. Art. 101 AEUV	291
3. Kapitalmarktrechtliche Schnittmengen	292
a. Marktmanipulationsverbot	292
b. Insiderhandelsverbot	294
c. Vergleich	295
IV. Marktmacht aufgrund primärmarktspezifischer Substitutionsschranken	295
1. Art. 102 AEUV	296
a. Meinungsstand	296
b. Eigene Würdigung	297
2. Art. 101 AEUV	298
a. Vertikale Veräußerungsbeschränkungen gegenüber Neuaktionären	298
(1) Meinungsstand	301
(2) Eigene Würdigung	301
(a) Tatbestandliches Verhalten	301
(b) Bezweckte Wettbewerbsbeschränkung	302
(c) Tatbestandsausschluss nach der Markterschließungsdoktrin	303
(d) Tatbestandsausnahme nach der Nebenabredendoktrin	304
(e) Tatbestandsausnahme nach der Wouters-Doktrin	305
(f) Räumliche Anwendbarkeit	307
(g) Freistellung	308
b. Horizontal abgesprochene Veräußerungsbeschränkungen gegenüber Neuaktionären	311
(1) Meinungsstand	312
(2) Eigene Würdigung	312
(a) Normadressaten	312
(i) Innenkonsortialbanken als Unternehmen	313

(ii) Außenkonsortialbanken als Unternehmen	317
(iii) Konsortien als Unternehmensvereinigungen	317
(b) Tatbestandliches Verhalten	318
(c) Bezweckte Wettbewerbsbeschränkung	319
(d) Tatbestandsausnahme	320
(e) Räumliche Anwendbarkeit und Freistellung	321
c. Vertikale Kopplungsbindungen gegenüber Neuaktionären	321
(1) Meinungsstand	322
(2) Eigene Würdigung	322
d. Horizontal abgesprochene Kopplungsbindungen gegenüber Neuaktionären	325
(1) Meinungsstand	325
(2) Eigene Würdigung	326
e. Lock-Up-Vereinbarungen mit Altaktionären	328
(1) Meinungsstand	329
(2) Eigene Würdigung	329
(a) Tatbestandliches Verhalten	329
(b) Bezweckte Wettbewerbsbeschränkung	330
(c) Tatbestandsausnahme	330
(d) Räumliche Anwendbarkeit	332
(e) Freistellung	332
(i) Grundsätze	333
(ii) Anwendung der Grundsätze	334
3. Kapitalmarktrechtliche Schnittmengen	339
a. Veräußerungsbeschränkungen gegenüber Neuaktionären	339
(1) Marktmanipulationsverbot	339
(2) Insiderhandelsverbot	341
(3) Vergleich	341
b. Lock-Up-Vereinbarungen	341
(1) Marktmanipulationsverbot	342
(2) Insiderhandelsverbot	344
(3) Vergleich	344
c. Kopplungsbindungen	345
(1) Marktmanipulationsverbot	345
(2) Insiderhandelsverbot	347
(3) Vergleich	348

V. Marktmacht aufgrund nachfrageseitiger Substitutionsschranken	348
1. Art. 102 AEUV	349
a. Allgemeine Grundsätze	349
b. Anwendung der allgemeinen Grundsätze	350
2. Art. 101 AEUV	351
a. Market-Maker-Kartelle	351
b. Joint-Bidding und Bid-Rigging	351
(1) Meinungsstand	353
(2) Eigene Würdigung	353
(a) Tatbestandliches Verhalten	353
(b) Markterschließungsdoktrin	354
(c) Bezweckte Wettbewerbsbeschränkung	355
(d) Bewirkte Wettbewerbsbeschränkung	356
(e) Räumliche Anwendbarkeit und Freistellung	358
(i) Einzelfreistellung aufgrund von Management-Synergie-Effekten	358
(ii) Einzelfreistellung aus sonstigen Gründen	360
3. Kapitalmarktrechtliche Schnittmengen	360
a. Market-Maker-Kartelle	361
b. Joint-Bidding und Bid-Rigging	361
(1) Marktmanipulationsverbot	361
(2) Insiderhandelsverbot	362
(3) Vergleich	362
VI. Deutsches Kartellrecht	363
D. Marktmacht im engeren Sinne auf Aktienderivatemärkten	364
I. Art. 102 AEUV	365
II. Art. 101 AEUV	366
III. Deutsches Kartellrecht	366
IV. Kapitalmarktrechtliche Schnittmengen	366
E. Marktmacht im weiteren Sinne auf Aktienmärkten und Aktienderivatemärkten	366
I. Marktmacht im weiteren Sinne am Beispiel des LIBOR-Skandals	367
1. Rechtstatsächlicher Hintergrund	368
2. Meinungsstand	372
a. US-amerikanische Rechtsprechung	372
b. Europäische Verwaltungspraxis und Literatur	375

3. Eigene Würdigung	379
(1) Horizontale Koordination gleichartiger Handelspositionen in der Absicht, den Referenzzinssatz anschließend koordiniert zu manipulieren	380
(a) Vereinbarungen und abgestimmte Verhaltensweisen zwischen Unternehmen	381
(b) Bezweckte oder bewirkte Wettbewerbsbeschränkung	383
(i) Beschränkung des Innenwettbewerbs	383
(ii) Beschränkung des Drittwettbewerbs	385
(iii) Zweck oder Wirkung	392
(c) Räumliche Anwendbarkeit und Freistellung	393
(2) Horizontale Koordination der Manipulation des Referenzzinssatzes in Verbindung mit der anschließenden Eingehung gleichartiger Handelspositionen	393
(a) Vereinbarung oder abgestimmte Verhaltensweise zwischen Unternehmen	394
(b) Bezweckte Wettbewerbsbeschränkung	395
(c) Räumliche Anwendung und Freistellung	396
(3) Horizontale Koordination der einseitigen Eingehung von Handelspositionen in der Absicht, die anderen Beteiligten zur Referenzzinssatzmanipulation zu veranlassen	396
(a) Abgestimmte Verhaltensweisen zwischen Unternehmen	396
(b) Bezweckte Wettbewerbsbeschränkung	398
(c) Räumliche Anwendung und Freistellung	398
(4) Diagonale Koordination der einseitigen Eingehung von Handelspositionen in Verbindung mit einer vorausgegangenen bzw. anschließenden Manipulation des Referenzzinssatzes durch den nicht handelnden Marktteilnehmer	399
(a) Vereinbarung und abgestimmte Verhaltensweise zwischen Unternehmen	399
(i) Grundsätze	400
(ii) Anwendung der Grundsätze	402
(b) Bezweckte Wettbewerbsbeschränkung	404

(c) Räumliche Anwendung und Freistellung	404
(5) Koordinierte Marktmanipulation im Anschluss an die nicht koordinierte Eingehung von Handelspositionen	405
4. Schlussfolgerungen	405
II. Marktmacht aufgrund von Informationsasymmetrien zugunsten von Insidern	406
III. Marktmacht aufgrund von Informationsasymmetrien zugunsten von Manipulanten	406
1. Art. 101 AEUV	407
a. Unternehmen	407
b. Vereinbarung oder abgestimmte Verhaltensweise	408
c. Bezweckte Wettbewerbsbeschränkung	410
d. Räumliche Anwendbarkeit und Freistellung	411
2. Kapitalmarktrechtliche Schnittmengen	411
a. Marktmanipulationsverbot	411
b. Insiderhandelsverbot	412
c. Vergleich	412
IV. Marktmacht aufgrund von Informationsasymmetrien zugunsten von Manipulationsaspiranten	413
1. Art. 101 AEUV	413
a. Unternehmen	413
b. Vereinbarung oder abgestimmte Verhaltensweise	414
c. Bezweckte Wettbewerbsbeschränkung	415
d. Räumliche Anwendbarkeit und Freistellung	416
2. Kapitalmarktrechtliche Schnittmengen	416
a. Marktmanipulationsverbot	416
b. Insiderhandelsverbot	416
c. Vergleich	417
V. Deutsches Kartellrecht	418
F. Zusammenfassung	418
Siebentes Kapitel: Kartell- und kapitalmarktrechtliche Normdurchsetzung auf Märkten für börsennotierte Aktien und Aktienderivate	
	429
A. Normdurchsetzung durch Strafrecht	429
I. Kategorien strafrechtlicher Sanktionen	429
1. Freiheitsstrafen, Geldstrafen, Ordnungswidrigkeitsbußgelder	430

2. Europäische Kartellbußgelder	430
II. Strafrechtliche Sanktionen im engeren Sinne	432
1. Kartellrecht	432
2. Kapitalmarktrecht	432
III. Strafrechtliche Sanktionen im weiteren Sinne	433
1. Rechtsgrundlagen	434
a. Kartellrechtliche Bußgelder	434
b. Kapitalmarktrechtliche Bußgelder	435
2. Bußgeldadressaten	435
a. Europäische Kartellbußgelder	435
b. Deutsche Kartellbußgelder	437
c. Kapitalmarktrechtliche Bußgelder	439
3. Sanktionszweck	440
a. Europäische Kartellbußgelder	440
b. Deutsche Kartellbußgelder	441
c. Deutsche kapitalmarktrechtliche Bußgelder	442
4. Bußgeldrelevante Umstände	442
a. Europäische Kartellbußgelder	442
b. Deutsche Kartellbußgelder	443
c. Kapitalmarktrechtliche Bußgelder	444
5. Bußgeldkappungs- und Bußgeldobergrenzen	445
a. Europäische Kartellbußgelder	445
b. Deutsche Kartellbußgelder	446
c. Kapitalmarktrechtliche Bußgelder	446
6. Kronzeugen- und Bonusregelungen	448
a. Europäische Kartellbußgelder	448
b. Deutsche Kartellbußgelder	448
c. Kapitalmarktrechtliche Bußgelder	449
7. Vergleichsverfahren	452
a. Europäische Kartellbußgelder	452
b. Deutsche Kartellbußgelder	453
c. Kapitalmarktrechtliche Bußgelder	453

8. Bußgeldrechtliche Interdependenzen zwischen Kartell- und Kapitalmarktrecht	454
a. Europäische Kartellbußgelder versus kapitalmarktrechtliche Bußgelder und Kriminalstrafen	454
(1) Europäische Kartellbußgelder nach Verhängung eines kapitalmarktrechtlichen Bußgelds oder einer Kriminalstrafe	454
(a) Ne bis in idem	455
(b) Anrechnungsprinzip	459
(2) Deutsche kapitalmarktrechtliche Bußgelder und Kriminalstrafen nach Verhängung eines europäischen Kartellbußgelds	462
(a) Ne bis in idem	462
(b) Anrechnungsprinzip	462
b. Deutsche Kartellbußgelder versus deutsche kapitalmarktrechtliche Bußgelder und Kriminalstrafen	463
B. Normdurchsetzung durch Privatrecht	466
I. Rechtsgrundlagen	466
1. Kartellrecht	466
a. Unionsrechtliche Rechtsgrundlagen	466
b. Nationale Rechtsgrundlagen	468
2. Kapitalmarktrecht	468
a. Unionsrechtliche Rechtsgrundlagen	468
b. Nationale Rechtsgrundlagen	471
II. Aktivlegitimation	472
1. Kartellrecht	472
2. Kapitalmarktrecht	474
III. Passivlegitimation	474
1. Kartellrecht	475
2. Kapitalmarktrecht	477
IV. Rechtswidriger und schuldhafter Verstoß	477
V. Kausalität	478
1. Kartellrecht	478
a. Haftungsbegründende Kausalität	478
(1) Kursdifferenzschaden	479
(2) Vertragsabschlussschaden	480
(3) Darlegungs- und Beweislastgrundsätze	481

*Inhaltsverzeichnis*

b. Haftungsausfüllende Kausalität	484
(1) Kursdifferenzschaden	484
(2) Vertragsabschlussschaden	486
(3) Darlegungs- und Beweislastgrundsätze	487
2. Kapitalmarktrecht	490
a. Haftungsbegründende Kausalität	490
b. Haftungsausfüllende Kausalität	491
VI. Kartellrechtliche Kronzeugen	492
1. Kartellrecht	492
2. Kapitalmarktrecht	494
VII. Kleine und mittlere Unternehmen	495
1. Kartellrecht	495
2. Kapitalmarktrecht	496
VIII. Verzinsung	497
IX. Feststellungswirkung behördlicher Entscheidungen	497
1. Kartellrecht	497
2. Kapitalmarktrecht	497
C. Zusammenfassung	498
Achtes Kapitel:  Schlussbetrachtung	510
Literaturverzeichnis	517

## Abbildungsverzeichnis

- |             |   |   |
|-------------|---|---|
| Abbildung 1 | Effizienzkurve nach Markowitz, S. 48.   | Entnommen aus: Klaus Spremann, Portfoliomanagement, 4. Aufl., München 2008, S. 186.   |
| Abbildung 2 | Kapitalmarktlinie, S. 50.   | Entnommen aus: Klaus Spremann, Portfoliomanagement, 4. Aufl., München 2008, S. 222.   |
| Abbildung 3 | Wertpapiermarktlinie, S. 53.  | Entnommen aus: Klaus Spremann, Portfoliomanagement, 4. Aufl., München 2008, S. 295.   |
| Abbildung 4 | Effizienzkanon, S. 107.   |   |
| Abbildung 5 | VW-Aktienkurs zwischen 2005 und 2009, S. 197 (aus M. Höfling/K. Seibel/F. Stocker, „Die wichtigsten Fragen zum VW-Wirtschaftskrimi“ | Entnommen aus: Die Welt, 21.8.2009, im Internet abrufbar unter <a href="http://www.welt.de/finanzen/article4372731/Die-wichtigsten-Fragen-zum-VW-Wirtschaftskrimi.html">http://www.welt.de/finanzen/article4372731/Die-wichtigsten-Fragen-zum-VW-Wirtschaftskrimi.html</a> [letzter Zugriff am 5.8.2016]. |



## Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere[r] Ansicht
a.F.	alte Fassung
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft; Amtsgericht; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
AktienR	Aktienrecht
Am. Econ. Rev.	The American Economic Review
Appl. Econ. Lett.	Applied Economics Letters
Appl. Finan. Econ.	Applied Financial Economics
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebsberater – Zeitschrift für Recht, Steuern und Wirtschaft
Bd.	Band
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
BeihilfenR	Beihilfenrecht
Begr.	Begründer; Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBl.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen

*Abkürzungsverzeichnis*

BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshof in Zivilsachen
Bj.	Baujahr
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
Bl.	Blatt; Blätter
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BVS	Bundesanstalt für vereinigungsbedingte Sonderaufgaben
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
Camb. J. Econ.	Cambridge Journal of Economics
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CCP	Central Counterparty
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CFL	Corporate Finance Law
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
Cir.	Circuit
CML	Capital Market Line
Columbia L. Rev.	Columbia Law Review
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
d.h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DBW	Der Betriebswirt
dig.	digital
Dn.	Dokumentnummer
DStR	Deutsches Steuerrecht
Duke L. J.	Duke Law Journal

EBF	European Banking Federation
ebd.	ebenda
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECLR	European Competition Law Review
Edit.; edit.	Edition; edition
EER	European Economic Review
EG	Europäische Gemeinschaft
EG, EG-Vertrag, EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemein- schaft
EGKS	Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl
EGMR	Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte
Einl.	Einleitung
EL	Ergänzungslieferung
EMRK	Europäische Menschenrechtskonventionen
EnWG	Energiewirtschaftsgesetz
ErwGr.	Erwägungsgrund
et al.	et alii
ETF	Exchange-Traded Fund
ETP	Exchange-Traded Products
EU	Europäische Union
EuG	Europäisches Gericht
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuR	Europarecht
Eur. Bus. L. Rev.	European Business Law Review
EUREX	European Exchange
EURIBOR	European Interbank Offered Rate
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
Exper. Econ.	Experimental Economics

*Abkürzungsverzeichnis*

f.	folgende [Seite]
F.R.D.	Federal Rules Decisions
F. Suppl.	Federal Supplement
FB	Finanzbetrieb
FCA	Financial Conduct Authority
FDAX	DAX-Future
ff.	folgende [Seiten]
FinanoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
Financ. Manage.	Financial Management
Financ. Mark., Inst. Instrum.	Financial Markets, Institutions and Instruments
Financ. Rev.	The Financial Review
FK	Frankfurter Kommentar
Fla. L. Rev.	Florida Law Review
Fortf.	Fortführer
FS	Festschrift
gem.	gemäß
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
GRUR Int.	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht, Internationaler Teil
GVO	Gruppenfreistellungsverordnung
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
Halbbd.	Halbband
Harv. Law Rev.	Harvard Law Review
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
IJBFR	International Journal of Business and Finance Research
i.V.m.	in Verbindung mit

IOS	Investment-Opportunity-Set
IP	Information à la presse
IPO	Initial Public Offering
J. Bank. Financ.	Journal of Banking and Finance
J. Behav. Finance	Journal of Behavioral Finance
J. Bus.	Journal of Business
J. Bus. Financ. Account.	Journal of Business Finance & Accounting
J. Corp. Finance	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	The Journal of Corporation Law
J. Econ. Bus.	Journal of Economics and Business
J. Finance	The Journal of Finance
J. Financ. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Financ. Quant. Anal.	Journal of Financial and Quantitative Analysis
J. Financ. Res.	Journal of Financial Research
J. Law Econ.	The Journal of Law and Economics
J. Macroecon.	Journal of Macroeconomics
JuS	Juristische Schulung
KaKo	Karlsruher Kommentar
KG	Kammergericht
KöKo	Kölner Kommentar
lit.	litera
Lfg.	Lieferung
LG	Landgericht
LIBOR	London Interbank Offered Rate
M&A	Mergers & Acquisitions
MAH	Münchener Anwaltshandbuch
MaKonV	Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation
Mithrsg.	Mitherausgeber
MM-RL	Marktmissbrauchsrichtlinie
MM-VO	Marktmissbrauchsverordnung

*Abkürzungsverzeichnis*

MüKo	Münchener Kommentar
MünchHdB. GesR.	Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
n. Chr.	nach Christus
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungs-Report Zivilrecht
NK	Nomoskommentar
Notre Dame J.L. Ethics & Pub. Pol'y	Notre Dame Journal of Law, Ethics & Public Policy
No.	Number
Nr.	Nummer
NZKart	Neue Zeitschrift für Kartellrecht
OLG	Oberlandesgericht
ORDO	ORDO – Jahrbuch für Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft
OTC	over the counter
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
ÖZK	Österreichische Zeitschrift für Kartellrecht
Pac.-Basin Financ. J.	Pacific-Basin Finance Journal
PIPE	Private Investment in Public Partnership
Q. J. Econ.	The Quarterly Journal of Economics
RegE	Regierungsentwurf
rev. Aufl.	revidierte Auflage
Rev. Econ. Stat.	Review of Economics and Statistics
Rev. Financ. Stud.	Review of Financial Studies
RJE	The RAND Journal of Economics
RL	Richtlinie
RMC	Revue du marché commun
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache