

## 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 abgesprochener Verhaltensweisen auf dem Finanzmarkt	59
C. Relevante Tatbestände des Kartellrechts	61
I. Grundlagen des Kartellrechts	62
II. Anwendungsbereich der Art. 101, 102 AEUV	62

## *Inhaltsverzeichnis*

<b>III. Gesetzeszweck</b>	<b>65</b>
1. Zweck	65
2. Wettbewerb als Schutzobjekt	66
3. Funktionen des Wettbewerbs	68
a) Wirtschaftspolitische Funktion	68
b) Gesellschaftspolitische Funktion	69
4. Zwischenergebnis	70
<b>IV. Tatbestände</b>	<b>71</b>
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. Marktmachtmisbrauchsverbot, 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
<b>V. Zwischenergebnis</b>	<b>88</b>
<b>D. Relevante Tatbestände des Marktmanipulationsrechts</b>	<b>88</b>
<b>I. Grundlagen des Manipulationsverbots als Teil des     Marktmisbrauchsrechts</b>	<b>91</b>
1. Entwicklung des Marktmanipulationsverbots	92
2. Europäische und nationale Rechtsquellen	95
a) Europäische Rechtsgrundlagen	95
b) Nationale Umsetzung	97

## *Inhaltsverzeichnis*

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

## *Inhaltsverzeichnis*

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
 <b>Zweites Kapitel: Regimeübergreifend – kartellrechtlich und marktmanipulationsrechtlich relevante Verhaltensweisen</b>	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

## Inhaltsverzeichnis

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

## *Inhaltsverzeichnis*

bb) Zwischenergebnis zur handelsbezogenen Marktmanipulation	229
b) Zwischenergebnis zur marktmanipulationsrechtlichen Beurteilung	230
4. Zwischenergebnis	231
III. Koordiniertes „Anscheichen“ 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

## Inhaltsverzeichnis

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) Marktmachtmisbrauchsverbot, 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 Rechtsfolgenseite	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) Verwaltungentscheidungen	290
(1) Abstellungsbeschluss, Art. 7 VO Nr. 1/2003	290
(2) Verpflichtungszusage, Art. 9 VO Nr. 1/2003	291

## Inhaltsverzeichnis

(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 – Misstandsauflaufsicht	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

## *Inhaltsverzeichnis*

(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