

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

---

Band 140

# Kapitalmarkttransaktionen als Kartellrechtsverstoß?

Eine vergleichende Analyse von Kapitalmarktrecht und  
Kartellrecht als Steuerungsinstrumente für Verhaltensweisen  
auf dem Primärmarkt und dem Sekundärmarkt

Von

Julius Goldmann



Duncker & Humblot · Berlin

JULIUS GOLDMANN

Kapitalmarkttransaktionen als Kartellrechtsverstoß?

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 140

# Kapitalmarkttransaktionen als Kartellrechtsverstoß?

Eine vergleichende Analyse von Kapitalmarktrecht und  
Kartellrecht als Steuerungsinstrumente für Verhaltensweisen  
auf dem Primärmarkt und dem Sekundärmarkt

Von

Julius Goldmann



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München  
hat diese Arbeit im Jahre 2018 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten

© 2019 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Satz: 3w+pp GmbH, Ochsenfurt-Hohestadt

Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach

Printed in Germany

ISSN 1614-7626

ISBN 978-3-428-15627-6 (Print)

ISBN 978-3-428-55627-4 (E-Book)

ISBN 978-3-428-85627-5 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

## **Vorwort**

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2018 von der Juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München als Dissertation angenommen. Sie befindet sich auf dem Stand von Dezember 2017. Für die Veröffentlichung habe ich die Neuzählung des Wertpapierhandelsgesetzes durch das Zweite Finanzmarktnovellierungsgesetz berücksichtigt. Im Sommer 2019 wird die EU-Prospektverordnung vollständig in Kraft treten und bei den in Kapitel § 4 II. behandelten prospektrechtlichen Aspekten Relevanz entfalten. Derzeit steht jedoch der Erlass der delegierten Rechtsakte zur Ergänzung und Präzisierung der EU-Prospektverordnung noch aus. Daher wurden diese Neuerungen von mir nicht mehr dargestellt.

Ich danke meinem Doktorvater Professor Dr. Ackermann für die Betreuung und die lange zurückreichende Förderung. Er hat mich ab dem Jahr 2009 als studentische Hilfskraft und später als wissenschaftlicher Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl beschäftigt und mich bei vielen Teilen meines akademischen Werdeganges unterstützt. Ferner bedanke ich mich bei Professor Dr. Mathias Habersack für die überaus schnelle Zweitbegutachtung meiner Arbeit.

Der Stiftung Kapitalmarktforschung für den Finanzstandort Deutschland schulde ich Dank für die großzügige Bewilligung von Fördermitteln für den Druck.

Alleine hätte ich dieses Projekt nie verwirklichen können. Ich bin meiner Freundin Marie-Therese Schmid dankbar dafür, dass sie mir während meiner Zeit als Doktorand unverzichtbaren Rückhalt gegeben hat. Aus meiner Familie danke ich meiner Mutter Juliane Vander Straeten, meinem Onkel Markus Biechle und meiner Tante Alicia Padrós, die mich mit Rat und Tat unterstützt haben. Zuletzt danke ich meinem Londoner Kollegen Alexander Schiff für das Korrekturlesen und meinen Wegbegleitern an der LMU Christoph Braun, Christoph Weber und Max Foerster. Sie haben mir über viele Hürden hinweggeholfen.

München, im Dezember 2018

*Julius Goldmann*



# Inhaltsverzeichnis

<b>§ 1 Einführung in die Thematik und Gang der Untersuchung</b> .....	21
<b>§ 2 Kapitalmarktrecht und EU-Kartellrecht als Bestandteile des Wirtschaftsrechts mit divergierendem Auftrag</b> .....	26
I. Kapitalmarkt und Kapitalmarktrecht .....	26
1. Kapitalmarkt .....	26
a) Begriff .....	26
b) Funktionen .....	28
c) Bedeutung .....	29
d) Herausforderungen .....	29
2. Das Kapitalmarktrecht und seine Zielvorgaben .....	30
a) Definition .....	30
b) Zielvorgaben .....	31
aa) Funktionsschutz .....	31
(1) Schutz der allokativen Funktionsfähigkeit .....	31
(2) Schutz der institutionellen Funktionsfähigkeit .....	32
(3) Schutz der operationalen Funktionsfähigkeit .....	32
(4) Informationelle Effizienz .....	33
bb) Anlegerschutz .....	34
II. EU-Kartellrecht .....	34
1. Wettbewerbsfreiheit .....	35
2. Effizienz im Sinne von <i>total welfare</i> .....	36
3. <i>Consumer welfare</i> im Gegensatz zu <i>total welfare</i> ? .....	36
4. Binnenmarkt und Integration .....	37
5. Fazit .....	38
III. Vergleich .....	38
1. Eingeschränkte Vergleichbarkeit .....	39
2. Gemeinsamer Nenner: „Effizienz“? .....	41
a) Kapitalmarktrecht und effizienzfremde Wertungen? .....	41
aa) Effizienz und Anlegerschutz als Widerspruch? .....	42
(1) Anlegerschutz zu Zwecken des Funktionsschutzes .....	42
(2) Anlegerschutz zu Zwecken des Verbraucherschutzes .....	43
(a) Verbraucherschutz im Kapitalmarktrecht .....	43
(b) Verbraucherschutz zur Effizienzförderung .....	44

(c) Anleger als Verbraucher .....	44
(3) Fazit .....	44
bb) Funktionsschutz und Effizienz .....	45
(1) Insiderhandelsverbot .....	45
(2) Marktmanipulationsverbot .....	46
(3) Fazit .....	48
cc) Integrationsfunktion bzw. Standortwettbewerb .....	48
dd) Fazit .....	49
b) EU-Kartellrecht .....	49
aa) Verbraucherschutz im Kartellrecht? .....	49
bb) <i>Deadweight loss</i> und Steuerungswirkung des Wettbewerbs auf dem Sekundärmarkt für Wertpapiere .....	50
c) Fazit zur Effizienz .....	53
3. Fazit zum Vergleich .....	53
<b>§ 3 Anwendbarkeit des EU-Kartellrechts auf Kapitalmarkttransaktionen und behördliche Zuständigkeiten .....</b>	<b>55</b>
I. Bereichsausnahme? .....	55
1. Keine normierte Bereichsausnahme .....	55
2. Implizite Bereichsausnahme: Rechtsprechung und Literatur .....	56
3. Generelle Bereichsausnahme zu befürworten? .....	57
a) USA: <i>implied immunity</i> .....	57
aa) Kompetenzkonflikte und drohende <i>jury trials</i> .....	58
bb) Rolle der SEC .....	58
cc) Ausnahmeharakter der <i>implied immunity</i> .....	59
dd) Fazit .....	59
b) Spezialitätsverhältnis zwischen Kapitalmarktrecht und Kartellrecht? .....	59
c) Kein grundsätzlicher Konflikt zwischen Kartellrecht und Kapitalmarktrecht .....	61
4. Ergebnis .....	61
II. Behördliche Aufsicht des Verhaltens auf dem Kapitalmarkt .....	62
1. Kapitalmarktaufsicht in Deutschland .....	62
2. Kartellrechtsaufsicht auf dem Kapitalmarkt: <i>Status quo</i> .....	64
3. Kartellrechtliche Kompetenzen für die BaFin? .....	65
a) Beispiel Vereinigtes Königreich von Großbritannien und Nordirland .....	65
b) Ausstattung der BaFin mit kartellrechtlichen Mitteln? .....	66
c) Argumente gegen eine Tätigkeit der BaFin im Bereich des Kartellrechts .....	68
aa) Sachgemäße Kartellrechtsanwendung .....	68
bb) Einheitlichkeit der Kartellrechtspraxis .....	68
cc) <i>Regulatory capture</i> .....	69
d) Stellungnahme .....	71

III. Fazit .....	72
<b>§ 4 Vergleich von Steuerungsmechanismen <i>de lege lata</i> .....</b>	<b>73</b>
I. Marktbeherrschende Stellungen am Kapitalmarkt am Beispiel von <i>market corners/squeezes</i> .....	74
1. Beschreibung des Phänomens <i>market corner/squeeze</i> .....	74
a) Verhaltensweise .....	74
aa) Zwangslage Dritter als Grundvoraussetzung .....	75
bb) <i>Market corner</i> .....	77
cc) <i>Short squeeze</i> .....	78
dd) Ökonomische Schädlichkeit .....	79
ee) Fazit .....	80
b) Praktische Relevanz am Kapitalmarkt .....	81
2. Kapitalmarktrechtliche Bewertung .....	83
a) Marktmanipulation: Überblick .....	83
b) Art. 15 i. V. m. Art. 12 Abs. 2 lit. a) MAR .....	84
aa) Marktbeherrschende Stellung nach Art. 12 Abs. 2 lit. a) MAR .....	85
(1) Relevanter Markt .....	86
(2) Beherrschende Stellung .....	86
(a) Literatur .....	86
(b) Stellungnahme .....	87
bb) Sicherung .....	88
cc) Festsetzung von Preisen oder anderen unlauteren Handelsbedingungen .....	89
dd) Tatbestandsrestriktion – kein subjektiver Tatbestand .....	90
c) Art. 15 i. V. m. Art. 12 Abs. 1 lit. a) MAR .....	92
aa) Art. 12 Abs. 1 lit. a) i) MAR .....	93
bb) Art. 12 Abs. 1 lit. a) ii) MAR .....	95
d) „Abusive Squeeze“ nach Anhang II Abschnitt 2 Nr. 2 b) VO (EU) Nr. 2016/522 .....	96
e) Art. 15 i. V. m. Art. 12 Abs. 1 lit. b) MAR .....	97
f) Rechtsfolgen .....	97
aa) Verwaltungsrechtliche Maßnahmen und Sanktionen .....	98
bb) Straftatbestand § 119 WpHG .....	99
cc) Zivilrechtliche Schadensersatzansprüche .....	99
g) Fazit .....	103
3. EU-kartellrechtliche Bewertung von <i>market corners/squeezes</i> .....	104
a) Spezialität der kapitalmarktrechtlichen Regelung? .....	104
b) Adressatenstellung .....	105

c) Marktbeherrschende Stellung im Wertpapierhandel . . . . .	106
aa) Grundlagen zur marktbeherrschenden Stellung . . . . .	106
(1) Sachliche Marktabgrenzung . . . . .	106
(2) Marktbeherrschung . . . . .	108
bb) Marktabgrenzung . . . . .	109
(1) Bedarfsmarktkonzept am Kapitalmarkt . . . . .	109
(a) Einzigartigkeit von Wertpapieren und <i>price-pressure hypothesis</i> . . . . .	109
(b) <i>Substitution hypothesis</i> , ECMH und Portfolio-Theorie . . . . .	110
(c) Synthese und Entscheidung . . . . .	112
(aa) Besonderheiten von Wertpapiermärkten bestätigen die Substitutionshypothese . . . . .	113
(bb) Verschiedene Anlegertypen . . . . .	115
(cc) <i>Behavioural finance</i> . . . . .	116
(dd) Fazit . . . . .	118
(2) SSNIP Test versagt . . . . .	119
(3) Individuelle Beschaffungswänge, im Besonderen <i>market corners/squeezes</i> . . . . .	120
(a) Privatautonom getroffene Entscheidung der Anleger . . . . .	121
(b) Vergleich mit primären und sekundären Produkten? . . . . .	122
(c) Keine Marktverengung durch fehlerhafte Kapitalmarktinformationen . . . . .	123
(d) Zeitliche Marktabgrenzung? . . . . .	124
(e) Flüchtigkeit der Nachfragestruktur auf Wertpapiermärkten und Beweisprobleme . . . . .	125
(f) Fazit . . . . .	126
cc) Marktbeherrschung . . . . .	126
(1) „Marktanteile“ an Wertpapiermärkten? . . . . .	127
(2) Art. 102 AEUV erfasst keine relative Marktmacht oder Partnermacht . . . . .	129
d) Missbrauchshandlung Preishöhenmissbrauch? . . . . .	131
aa) Grundsätze . . . . .	131
bb) Verwirklichung durch Aufbau und Innehaben der „marktbeherrschenden“ Stellung? . . . . .	132
cc) Verwirklichung durch Ausnutzen der „marktbeherrschenden“ Stellung? . . . . .	133
dd) Fazit . . . . .	135
e) Zwischenstaatlichkeit . . . . .	135
f) Rechtsfolgen . . . . .	136
g) Fazit zur EU-kartellrechtlichen Bewertung . . . . .	138

4. Deutsches Kartellrecht und <i>corners/squeezes</i> .....	138
a) Marktmachtmisbrauchsverbot, §§ 18, 19 GWB .....	138
b) Relative Marktmacht, § 20 GWB .....	139
5. Fazit zu marktbeherrschenden Stellungen .....	141
a) Unterschiedliche Tatbestandsmerkmale .....	141
b) Unterschiedliche Rechtsfolgen .....	143
c) Unterschiedliche Funktionen .....	144
II. Verhaltensweisen im Zusammenhang mit Aktienemissionen und -platzierungen	146
1. Überblick über den Verlauf einer Aktienemission und -platzierung .....	147
2. Platzierung: Marktaufteilung, Preisfestsetzung, Anlegerdiskriminierung? ..	149
a) Einführung .....	149
b) Kapitalmarktrecht .....	150
aa) Verhaltensabstimmungen mehrerer Marktteilnehmer .....	150
(1) Horizontale Kooperation: Zurechnung von Stimmrechten als <i>acting in concert</i> gem. § 30 Abs. 2 WpÜG und § 34 Abs. 2 WpHG	151
(a) Normen zum <i>acting in concert</i> tatbestandlich nicht relevant	152
(b) <i>Acting in concert</i> funktional nicht mit dem Kartellrecht vergleichbar .....	153
(2) Kollusives Zusammenwirken bzw. Umgehung der Marktkräfte .....	154
(a) Marktmanipulation .....	154
(aa) Anwendbarkeit des Tatbestandes auf die Emissionsphase	154
(bb) Zusammenwirken als Marktmanipulation .....	157
(b) Absprachen zur Zuteilung .....	161
(3) Kooperation der Emissionsbanken auf dem Primärmarkt und Zwischenergebnis .....	162
bb) Anlegerauswahl und Grenzen der Zuteilungsfreiheit .....	162
(1) Bezugsrechte und kapitalmarktrechtsfremde Zuteilungsansprüche	163
(2) Einschlägige Tatbestände im Kapitalmarktrecht? .....	164
(a) Beschränkung des Emittenten aus § 48 Abs. 1 Nr. 1 WpHG (Gleichbehandlungsgebot) .....	164
(b) Beschränkung des Emittenten aus § 33 Abs. 1 Nr. 2 BörsG	164
(c) Beschränkung der Konsortialbanken durch §§ 63 Abs. 1, Abs. 2 i. V. m. 69 Abs. 1 Nr. 1 WpHG .....	165
(d) Prospekthaftung und sonstige Arten der Vertrauenshaftung ..	169
(3) Ergebnis zur Anlegerauswahl .....	172
cc) Kapitalmarktrechtliche Grenzen der Preissetzungsfreiheit auf dem Primärmarkt .....	172
(1) Überhöhte Preise durch Informationsasymmetrien: Prospekt- pflicht .....	174
(2) Ad-hoc-Publizität .....	175
(3) Marktmanipulationsverbot .....	176

(4) Fazit zu den Grenzen der Preissetzungsfreiheit .....	177
dd) Fazit zum Kapitalmarktrecht .....	177
c) EU-Kartellrecht und Aktienemissionen .....	178
aa) Zusammenschlusskontrolle und Aktienemissionen .....	178
(1) Gründung des Konsortiums als Gemeinschaftsunternehmen? .....	179
(2) Übernahme der Emission .....	181
(3) Fazit zur Zusammenschlusskontrolle .....	181
bb) Art. 102 AEUV und Aktienemissionen .....	181
(1) Unternehmen .....	182
(2) Marktbeherrschende Stellung der Konsortialbanken .....	182
(a) Relevanter Markt .....	183
(aa) Emittenten als Nachfrager .....	183
(bb) Primärmarktanleger als Nachfrager .....	185
(b) Marktbeherrschung .....	188
(aa) Keine Beherrschung des Marktes für Aktienemissionsbegleitungen .....	188
(bb) Keine Beherrschung des Primärmarktes .....	190
(3) Missbrauchshandlung .....	191
(a) Diskriminierende Anlegerauswahl .....	192
(b) Kopplung .....	197
(c) Fazit .....	198
(4) Fazit zu Art. 102 AEUV .....	198
cc) Art. 101 AEUV und Aktienemissionen .....	199
(1) Unternehmen oder Unternehmensvereinigung .....	200
(2) Koordinierungstatbestand .....	202
(3) Bezieckte oder bewirkte Wettbewerbsbeschränkung .....	203
(a) Arbeitsgemeinschaftsgedanke .....	205
(b) Anlegerauswahl .....	208
(c) Kopplungsbindungen .....	208
(d) Beziehung Emittent-Konsortium .....	211
(e) Transaktionsübergreifende Koordination .....	211
(f) Fazit zur Wettbewerbsbeschränkung .....	211
(4) Spürbarkeit einer Wettbewerbsbeschränkung? .....	212
(5) Eignung zur Beeinträchtigung des zwischenstaatlichen Handels .....	213
(6) Fazit zu Art. 101 AEUV .....	215
d) Deutsches Kartellrecht und Aktienemissionen .....	216
aa) Zusammenschlusskontrolle, §§ 35 ff. GWB .....	216
bb) Marktmachtmissbrauchsverbot, §§ 18, 19 GWB .....	216
cc) Kartellverbot, § 1 GWB .....	217

3. Kursstabilisierung .....	217
a) Grundlagen .....	218
b) Übliche Vorgehensweisen .....	219
c) Kapitalmarktrechtlicher Rahmen der Kursstabilisierung .....	221
aa) Angaben im Wertpapierprospekt .....	221
bb) Verbot der Marktmanipulation .....	222
(1) Stabilisierungskäufe .....	222
(a) Verbot der Marktmanipulation gem. Art. 15 i. V. m. Art. 12 MAR: einschlägige Tatbestandsalternativen .....	222
(b) <i>Safe harbour</i> .....	225
(aa) Anwendungsbereich .....	226
(bb) Stabilisierungszeitraum .....	227
(cc) Bekanntgabe- und Meldepflichten .....	229
(dd) Ergänzende Kursstabilisierungsmaßnahmen .....	230
(2) <i>Lock-up</i> -Vereinbarungen .....	231
cc) Insiderhandelsverbot .....	233
dd) Ad-hoc-Publizitätspflicht .....	235
ee) Sonstige Vorschriften .....	236
ff) Fazit .....	237
d) EU-kartellrechtliche Bewertung der Kursstabilisierung .....	238
aa) Stabilisierungskäufe und EU-Kartellrecht .....	238
(1) Anwendbarkeit des EU-Kartellrechts .....	238
(2) Verhaltenskoordination .....	239
(3) Keine Wettbewerbsbeschränkung .....	240
(4) Fazit .....	241
bb) <i>Lock-up</i> -Vereinbarungen und EU-Kartellrecht .....	241
e) Deutsches Kartellrecht .....	243
f) Fazit zur Kursstabilisierung .....	243
4. Ergebnis zu Verhaltensweisen bei Wertpapieremissionen .....	243
III. Kartellrecht und Wertpapiere als Unternehmensbeteiligungen .....	245
1. Fusionskontrolle und <i>warehousing</i> .....	245
2. Nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen .....	246
3. Fazit .....	249
IV. Fazit zu § 4 .....	250
1. Kartellrecht auf Wertpapiermärkten nicht sinnvoll anwendbar .....	250
2. Primärmarkt und Sekundärmarkt haben eigenständige Probleme .....	251
3. Unterschiedliche Funktionsweisen, unterschiedliche Adressaten .....	252

<b>§ 5 Konsequenzen</b> .....	254
I. Konsequenzen für das Kapitalmarktrecht? .....	254
1. Manipulationsverbot und private Schadensersatzansprüche .....	254
2. Ergänzungsbedarf des Kapitalmarktrechts hinsichtlich sonstiger Sanktionsmechanismen? .....	258
3. Fazit .....	259
II. Konsequenzen für das EU-Kartellrecht? .....	260
1. Alternativen zur Feststellung von Marktmacht auf der Grundlage einer Marktabgrenzung? .....	260
a) Lerner-Index .....	261
b) Preiselastizität der Residualnachfrage .....	262
c) Auswirkungsansatz .....	262
d) Fazit .....	263
2. Sollte Art. 102 AEUV auch bilaterale Macht adressieren? .....	264
3. Art. 102 AEUV und der Erwerb einer marktbeherrschenden Stellung .....	265
a) Mögliches Vorbild: Sec. 2 Sherman Act? .....	265
b) Kapitalmarkt und „Monopolisierung“ .....	266
c) Schutz des Preisbildungsmechanismus/Schutz des Wettbewerbs .....	266
d) Fazit .....	267
4. Bedeutung der staatlichen (hier: kartellrechtlichen) Intervention in das Marktgeschehen .....	267
a) Grundsätzlich Zurückhaltung nötig .....	268
b) Generelle Zweifel an der Eignung des EU-Kartellrechts zur Preiskontrolle	268
c) EU-Kartellrecht und kapitalmarktrechtliche Wunschvorstellungen .....	270
III. Fazit .....	272
<b>§ 6 Zusammenfassung in Thesen</b> .....	273
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	281
<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	299

## Abkürzungsverzeichnis

A.	Auflage
a. A.	anderer Ansicht
a. a. O.	am angegebenen Ort
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft/Union
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a. E.	am Ende
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a. F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
Am. L. & Econ. Rev.	American Law and Economics Review
Anm.	Anmerkung
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
Antitrust Bull.	Antitrust Bulletin
Antitrust Law J.	Antitrust Law Journal
Art.	Artikel
B.	Beschluss
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
Begr.	Begründung
Bell J. Econ.	Bell Journal of Economics and Management Science
Manage. Sci.	Manage. Sci.
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKartA	Bundeskartellamt
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BörsG	Börsengesetz
BR-Drucks.	Bundesratsdrucksache
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CMA	Competition and Markets Authority

C.M.L.J	Capital Markets Law Journal
C. M. L. Rev.	Common Market Law Review
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
CPI	Competition Policy International
CRIM-MAD	RL 2014/57/EU über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie 2014)
DB	Der Betrieb
ders.	derselbe
d. h.	das heißt
dies.	dieselbe(n)
DStR	Deutsches Steuerrecht
EAGCP	Economic Advisory Group for Competition Policy
EBA	European Banking Authority
ECFR	European Company and Financial Review
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EL	Ergänzungslieferung
E.L.R.	European Law Review
ErwGr.	Erwägungsgrund
ESA	European Supervisory Authorities
ESFS	European System of Financial Supervision
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European System Risk Board
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuZA	Europäische Zeitschrift für Arbeitsrecht
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
f./ff.	folgende/r (Singular)/folgende (Plural)
FCA	Financial Conduct Authority
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
FinDAG	Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
FKVO	Fusionskontrollverordnung, VO (EG) Nr. 139/2004
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
gem.	gemäß
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht
GS	Gedächtnisschrift
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Harv. Bus. Rev.	Harvard Business Review
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review

Harv. L. Rev. Forum	Harvard Law Review Forum
Hg.	Herausgeber
HGB	Handelsgesetzbuch
Hofstra L. Rev.	Hofstra Law Review
Hs.	Halbsatz
i. d. R.	in der Regel
i. E.	im Ergebnis
i. e. S.	im engeren Sinne
IIC	International Review of Intellectual Property and Competition Law
Ind. L. J.	Indiana Law Journal
insbes.	insbesondere
IPO	Initial Public Offering
i. S. d.	im Sinne des
i. V. m.	in Verbindung mit
i. w. S.	im weiteren Sinne
J. Bus.	Journal of Business
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Financ. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Finance	The Journal of Finance
JECLAP	Journal of European Competition Law & Practice
JFQA	Journal of Financial and Quantitative Analysis
JIBFL	Journal of International Banking Law and Regulation
J. L. & Econ.	Journal of Law and Economics
J. Polit. Econ.	Journal of Political Economy
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KOM	Kommission
krit.	kritisch
KuMaKV	VO zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation
Law Soc. Inq.	Law & Social Inquiry
Lfg.	Lieferung
LG	Landgericht
lit.	litera
m.	mit
MaKonV	Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung
MAR	Marktmissbrauchsverordnung
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
MiFID I	Markets in Financial Instruments Directive I, RL 2004/39/EG
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II, RL 2014/65/EU
MMRL 2003	Marktmissbrauchsrichtlinie 2003, RL 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch)
MTF	Multilateral Trading Facility
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
n. F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht

NZKart	Neue Zeitschrift für Kartellrecht
NZS	Neue Zeitschrift für Sozialrecht
o.	oben
o. g.	oben genannt
OLG	Oberlandesgericht
OTC	Over the Counter
OTF	Organised Trading Facility
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
Oxf. J. Legal Stud.	Oxford Journal of Legal Studies
Oxf. Rev. Econ. Pol.	Oxford Review of Economic Policy
Pkw	Personenkraftwagen
ProdhaftG	Produkthaftungsgesetz
Q. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
RegE	Regierungsentwurf
Rev. Econ. Stud.	Review of Economic Studies
Rev. Financ. Stud.	Review of Financial Studies
R.F.	Review of Finance
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
RS-VO	Delegierte VO (EU) Nr. 2016/1052 der Kommission zur Ergänzung der MAR
S.	Satz/Seite
s.	siehe
SEC	United States Securities and Exchange Commission
sog.	sogenannte/r
StGB	Strafgesetzbuch
StVG	Straßenverkehrsgesetz
Theor. Inq. L	Theoretical Inquiries in Law
u.	unten
u. a.	unter anderem
UAbs.	Unterabsatz
UCLA Law Rev.	UCLA Law Review
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
Urt.	Urteil
U.S.	United States
usw.	und so weiter
v.	vom/von
v. a.	vor allem
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
VermAnlG	Vermögensanlagegesetz
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
vs.	versus
Wash. & Lee L. Rev.	Washington and Lee Law Review
WiRO	Wirtschaft und Recht in Osteuropa
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz

WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
Yale L. J.	Yale Law Journal
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für europäisches Privatrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
zust.	zustimmend
ZWeR	Zeitschrift für Wettbewerbsrecht



## § 1 Einführung in die Thematik und Gang der Untersuchung

Kapitalmarktrecht und Kartellrecht sind Teilgebiete des Wirtschaftsrechts. Beide Rechtsgebiete steuern Verhaltensweisen im Wirtschaftsverkehr und streben eine Vermeidung von Marktversagen an.<sup>1</sup> Das Kartellrecht hat eine branchenunabhängige, allgemeine Geltung für unternehmerische Verhaltensweisen, weswegen Schnittbereiche mit dem sachlich fokussierteren Kapitalmarktrecht auf der Hand zu liegen scheinen. Dennoch hat es dazu bisher wenige Untersuchungen gegeben. Dies gilt besonders für das Zusammenspiel von Kapitalmarktrecht und Kartellrecht im Zusammenhang mit Transaktionen auf dem Kapitalmarkt selbst, also etwa dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren oder entsprechenden Derivaten. Hier setzt diese Arbeit an, um einen Beitrag zur Erschließung des Zusammenspiels von Kartellrecht und Kapitalmarktrecht zu leisten.

Der Kapitalmarkt ist von intensivem Wettbewerb geprägt. Die Effizienz von Wertpapiermärkten wurde in der Literatur gar als nahezu vollkommener Wettbewerb bezeichnet,<sup>2</sup> wenngleich Unvollkommenheiten hinreichend bewiesen sind<sup>3</sup> und sich diese in der Finanzkrise ab 2007 eindrücklich manifestiert haben.<sup>4</sup> Wohl auch aufgrund von Mängeln des Kapitalmarktes hat es in der Vergangenheit vereinzelte Versuche gegeben, Handelsvorgänge nicht nur kapitalmarktrechtlich, sondern auch kartellrechtlich zu erfassen. In einem jüngeren Fall strebten etwa enttäuschte Kapitalanleger eine Anwendung des Kartellrechts in einem Fall von behaupteter Marktmanipulation an,<sup>5</sup> offensichtlich weil sie sich hiervon – anders als vom Ka-

---

<sup>1</sup> Vgl. Kämmerer, in: FS Hopt, 2043, 2050.

<sup>2</sup> s. etwa *Hovenkamp*, 28 J. Corp. L. (2003), 607, 610: „the worldwide equity markets are among the most competitive that exist“; *Kling*, 120 Yale L. J. (2011), 910, 936: „securities markets are close to perfectly competitive“. Besonders die Vertreter der *chicago school* hatten ein optimistisches Bild von der Vollkommenheit des Kapitalmarktes. Zum *efficient markets model* vgl. nur *Fama*, 25 J. Finance (1970), 383, 415 f.; vgl. in Bezug auf Fremdkapital *Stigler*, 75 J. Polit. Econ. (1967), 287, insbes. 290 ff.; zust. *Bork*, The Antitrust Paradox, 1978, 147 f.

<sup>3</sup> So auch *Mestmäcker*, in: Kempf/Lüderssen/Volk (Hg.), Ökonomie versus Recht im Finanzmarkt?, 13, 25.

<sup>4</sup> *Bueren*, WM 2013, 585, 595.

<sup>5</sup> s. die Entscheidungen zur gescheiterten Übernahme von VW durch Porsche im Jahr 2008: u. a. LG Stuttgart, Urt. v. 17.3.2014 – 28 O 183/13 – juris; bestätigt durch OLG Stuttgart, Urt. v. 26.3.2015 – 2 U 102/14 – juris; Nichtzulassungsbeschwerde abgewiesen durch BGH, B. v. 15.11.2016 – KZR 73/15 – juris; vgl. auch LG Braunschweig, B. v. 19.6.2013 – 5 O 552/12, NZKart 2013, 380, zur Verweisung an das LG Hannover; ebenso LG Braunschweig, B. v. 4.3.2015 – 5 O 2077/11 und 5 O 3086/11, [www.jurion.de/de/news/314725/LG-Braunschweig-Schadensersatzklagen-gegen-Porsche-an-das-Landgericht-Hannover-verwiesen](http://www.jurion.de/de/news/314725/LG-Braunschweig-Schadensersatzklagen-gegen-Porsche-an-das-Landgericht-Hannover-verwiesen) (abgerufen

pitalmarktrecht – eine zivilrechtliche Kompensationsmöglichkeit versprachen.<sup>6</sup> Dies ist jedoch nicht der einzige Aspekt, unter dem eine Analyse der Bedeutung des Kartellrechts für Transaktionen auf dem Kapitalmarkt lohnenswert erscheint. Das Kartellrecht könnte auf dem Kapitalmarkt auch weitergehend als eine zusätzliche staatliche Kontrollmöglichkeit herangezogen werden, um ökonomisch nachteilhafte Verhaltensweisen zu verhindern.<sup>7</sup> Neben den erwähnten zivilrechtlichen Rechtsfolgen ermöglicht das Kartellrecht etwa die Verhängung drakonischer Geldstrafen. Insgesamt und speziell in diesem Punkt nähern sich die Sanktionssysteme von Kapitalmarktrecht und Kartellrecht zwar durch die Marktmisbrauchsverordnung (MAR)<sup>8</sup> aneinander an,<sup>9</sup> wie es zuvor bereits im *De-Larosière*-Bericht gefordert wurde.<sup>10</sup> Hingegen wird diese Arbeit aufzeigen, dass das Kartellrecht in vielerlei Hinsicht weiterhin über schlagkräftigere Durchsetzungsinstrumente verfügt. Das Kartellrecht als Grundlage für staatliche Interventionen im Kapitalmarktgescchehen wäre möglicherweise dann zu begrüßen, wenn die vom Kartellrecht bekämpften Formen des Marktversagens auch dort zu beobachten wären und das Kapitalmarktrecht keine ausreichende Handhabe dagegen böte.

Da Kapitalmarktprodukte über die Grenzen der EU-Mitgliedstaaten hinweg gehandelt werden, weist das EU-Kartellrecht eine höhere Bedeutung auf als das mitgliedstaatliche Kartellrecht.<sup>11</sup> Dementsprechend geht diese Arbeit grundsätzlich vom Blickwinkel des EU-Kartellrechts aus. Bei der materiellen Anwendung der kartellrechtlichen Tatbestände wird jedoch ergänzend auch das deutsche Kartellrecht analysiert.<sup>12</sup> Diese Vorgehensweise vermeidet eine künstliche Verengung der Untersuchung und verspricht zugleich praxisrelevante Ergebnisse.

---

am 27.12.2018). Zum Fall Porsche/VW vgl. Möllers, NZG 2014, 361; ders., 10 C.M.L.J. (2015), 410; Oulds, in: Kümpel/Wittig (Hg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 1802; Schlimbach, Leerverkäufe, 46; Weber, NJW 2010, 275, 278; Fikentscher, GRUR Int. 2009, 635, 638 Fn. 16.

<sup>6</sup> Dazu Möllers, 10 C.M.L.J. (2015), 410, 423 ff.; Möllers, NZG 2014, 361, 365 f.; Fleischer/Bueren ZIP 2013, 1253, 1253 f.; Thomas ZWeR 2014, 119, 120; vgl. auch Ackermann, NZKart 2016, 397, 397.

<sup>7</sup> Fleischer/Bueren ZIP 2013, 1253, 1253 f.

<sup>8</sup> Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über Marktmisbrauch (Marktmisbrauchsverordnung) 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, ABI. 2014, L 173, 1.

<sup>9</sup> Poelzig, NZG 2016, 492, 497.

<sup>10</sup> The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, 25.2.2009, Rn. 84 und Empfehlung 6, [www.esrb.europa.eu/shared/pdf/de\\_larosiere\\_report\\_de.pdf](http://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/de_larosiere_report_de.pdf) (abgerufen am 27.12.2018); dazu Poelzig, NZG 2016, 492, 492.

<sup>11</sup> s. dazu u. § 4 I. 3. e); § 4 II. 2. c) cc) (5); s. auch die nächste Fn.

<sup>12</sup> Bei Anwendbarkeit des EU-Kartellrechts läuft das deutsche Kartellrecht parallel. Im Bereich des Art. 101 AEUV gebieten dies Art. 3 Abs. 1, Abs. 2 S. 1 VO 1/2003 sowie § 22 Abs. 1, Abs. 2 GWB. Bei einseitigen Verhaltensweisen darf das deutsche Kartellrecht strengere Regeln als Art. 102 AEUV vorsehen, vgl. Art. 3 Abs. 2 S. 2 VO 1/2003; § 22 Abs. 3 S. 3 GWB.

Im Kapitalmarktrecht gibt es auf Unionsebene zwar umfassende Vereinheitlichungsbestrebungen. So vereinheitlicht nun die MAR weitgehend das Marktmanipulationsverbot, die Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht und das Insiderhandelsverbot. Jedoch gibt es weiterhin kein abschließendes EU-Rechtsregime für den Kapitalmarkt, und in zentralen Fragen ist noch auf uneinheitliche, wenngleich oftmals wiederum durch europäische Vorgaben beeinflusste nationale Gesetze zurückzugreifen. Speziell das Sanktionsregime der neuen Marktmissbrauchsverordnung bringt keine Vollharmonisierung mit sich, sondern etabliert lediglich Mindestvorgaben.<sup>13</sup> Um dem Kartellrecht ein kohärentes Regelungsgebilde gegenüberzustellen, soll daher nicht nur auf die unionsweit einheitlichen Bestandteile des Kapitalmarktrechtes eingegangen werden, sondern auf das in Deutschland geltende Kapitalmarktrecht.

Die Anwendbarkeit und Anwendung des Kartellrechts auf den Wertpapierhandel auf dem Sekundärmarkt ist im Rahmen dieser Gegenüberstellung von zentraler Bedeutung. Neben dem Handel auf dem Sekundärmarkt wird die Einführung der Kapitalmarktpapiere auf dem Primärmarkt untersucht, da das Produkt „Wertpapier“ auf Primär- und Sekundärmärkten identisch ist und sich dementsprechend vergleichbare Fragen und Anwendungsprobleme stellen.

Im Zusammenhang mit dem Kapitalmarktgeschehen manifestieren sich zwar immer wieder Verhaltensweisen mit kartellrechtlich relevanten Aspekten,<sup>14</sup> aber die wenigsten beziehen sich unmittelbar auf Kapitalmarkttransaktionen. So bleibt hier etwa die Manipulation von Referenzwerten wie dem Euribor und dem Libor außer Betracht.<sup>15</sup> Solche Vorgänge mögen zwar kartellrechtlich von besonderer Schwere sein,<sup>16</sup> sie betreffen Transaktionen allerdings nur mittelbar, nämlich als Bewertungsgrundlage spezieller Zinsderivate.<sup>17</sup> Ebenso hat das Verhalten von Börsenbetreibern potenziell kartellrechtliche Relevanz.<sup>18</sup> Jedoch ist auch dieser Themenkreis nicht direkt im Handel auf dem Kapitalmarkt angesiedelt und bleibt daher ebenfalls unberücksichtigt.

---

<sup>13</sup> Näher *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 603.

<sup>14</sup> Zur jüngsten EU-Kartellrechtspraxis im Kontext von Finanzdienstleistungen *Franchoo/Baeten/Baker*, 7 JECLAP (2016), 483.

<sup>15</sup> Vgl. hierzu *Fleischer/Bueren*, DB 2012, 2561 ff.

<sup>16</sup> Monopolkommission, Hauptgutachten XX (2012/13), BT-Drucks. 18/2150, 717: „dürften zu den bislang bedeutendsten Kartellverstößen überhaupt gehören“.

<sup>17</sup> *Fleischer/Bueren* DB 2012, 2561, 2562.

<sup>18</sup> Zu dieser Thematik eine Übersicht bei *Beck*, WM 2000, 597 ff.; s. auch *Hopt/Baum*, in: *Hopt/Rudolph/Baum* (Hg.), Börsenreform, 361 ff. s. auch die Untersagung der Fusion von Deutsche Börse und NYSE Euronext durch KOM, 1.2.2012, Comp/M.6166, C(2012) 440 final (Deutsche Börse/NYSE Euronext); bestätigt durch EuG, Urt. v. 9.3.2015, ECLI:EU:T:2015:148 (Deutsche Börse); sowie jüngst die Untersagung der Fusion von Deutsche Börse und der London Stock Exchange, KOM, Pressemitteilung vom 29.3.2017, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-17-789\\_de.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-789_de.htm) (abgerufen am 27.12.2018).