

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 305

Die Manipulation von Referenzzinsen wie LIBOR und EURIBOR

Eine Analyse kartellrechtlicher Implikationen
von koordinierten Referenzwertverfälschungen
an der Schnittstelle zum Kapitalmarktrecht

Von

Philipp Steinhaeuser



Duncker & Humblot · Berlin

PHILIPP STEINHAEUSER

Die Manipulation von Referenzzinsen wie LIBOR
und EURIBOR

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 305

Die Manipulation von Referenzzinsen wie LIBOR und EURIBOR

Eine Analyse kartellrechtlicher Implikationen
von koordinierten Referenzwertverfälschungen
an der Schnittstelle zum Kapitalmarktrecht

Von

Philipp Steinhaeuser



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät
der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn 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+p GmbH, Ochsenfurt-Hohestadt
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 0582-026X
ISBN 978-3-428-15644-3 (Print)
ISBN 978-3-428-55644-1 (E-Book)
ISBN 978-3-428-85644-2 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

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

Meiner Familie

Danksagung

Die Arbeit an dieser Studie begann im Sommer 2014, also ungefähr ein halbes Jahr nachdem die Europäische Kommission mit ihrer Entscheidung in Sachen LIBOR den Grundstein für die (kartellrechtliche) Aufarbeitung der Referenzwertmanipulationen in Europa gelegt hatte. Mittlerweile ist ein erstes Urteil des EuG ergangen, weitere Entscheidungen dürften zu erwarten sein. Insofern hat die Thematik – auch nach Zulassung dieser Monographie zur Promotion im Dezember 2017 und ihrer Verteidigung im Juli 2018 – ihre hohe Aktualität behalten. Die Bearbeitung erfolgte in der Hoffnung, einen Beitrag zu der die Entscheidungspraxis begleitenden Diskussion bieten zu können.

Ein besonderer Dank gilt Herrn Professor Daniel Zimmer. Dies einerseits für die Betreuung dieser Arbeit und die Erstellung des Erstgutachtens, andererseits für die Aufnahme an seinem Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Bonn für die Dauer der Promotion. Ich habe dort eine spannende und lehrreiche Zeit verbringen dürfen und viele wertvolle Bekanntschaften schließen können. Mein Dank gilt auch Herrn Professor Jens Koch für die äußerst zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Darüber hinaus bin ich dem Arbeitskreis Wirtschaft und Recht im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft für seine großzügige Förderung zu Dank verpflichtet.

Dank gebührt zudem meinen Freunden und Kollegen, die sich einerseits durch fachlichen Austausch, andererseits insbesondere durch die Unterstützung bei dem unumgänglichen Lektorat eingebracht haben. Ohne diese Hilfestellungen wäre ein Abschluss in der nun gegebenen Form kaum möglich gewesen.

Besondere Berücksichtigung soll an dieser Stelle auch meine Familie finden, die mich stets in allen Aspekten meines Lebens und Studiums und schließlich auch bei diesem Projekt in jeder nur erdenklichen Art und Weise unterstützt und gefördert hat. Ihr kommt ein wesentlicher Anteil am Gelingen dieser Arbeit zu, die ihr daher gewidmet ist.

Hamburg, im Oktober 2018

Philipp Steinhäuser

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	21
I. Einführung	21
II. Konkrete Fragestellung und Gang der Untersuchung	22
B. Grundlagen und Begrifflichkeiten	24
I. Begriffsbestimmungen	24
1. Referenzwerte	24
a) Allgemeines	24
b) Referenzzinsen	25
aa) Allgemeines	25
bb) LIBOR und EURIBOR	25
2. Finanzderivate	27
a) Allgemeines	27
b) Zinsderivate	28
aa) Zins-Futures	28
bb) Forward Rate Agreements	30
cc) Zins-Swaps	30
dd) Zinsoptionen	31
ee) Zusammenfassung	32
II. Historischer Sachverhalt der Referenzwert-Manipulationen	32
C. Kartellrechtliche Bewertung	37
I. Einführung	37
II. Schutzzwecke des Kartellverbots	38
1. Allgemeines	38
2. Auslegung des Art. 101 AEUV	38
a) Grammatikalische Auslegung	40
b) Historische Auslegung	42
c) Systematische Auslegung	44
d) Teleologische Auslegung	46
3. Wettbewerbspolitische Leitbilder	47
a) Allgemeines	47
b) Der vollkommene Wettbewerb	48
c) Systemtheoretische Ansätze	49
d) Wohlfahrtsökonomische Ansätze	51
e) Konzept der Chicago School	53

f) Berücksichtigung durch Organe der Europäischen Union	54
aa) Allgemeines	54
bb) Die Position der Europäischen Kommission	55
cc) Das Verständnis der europäischen Rechtsprechung	57
dd) Zwischenfazit	59
g) Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	60
4. Einordnung des Wettbewerbsrechts im Zielkanon der Verträge	61
5. Ergebnisse	62
III. Der Bankensektor als Adressat des Kartellverbots	63
IV. Exkurs: Die kartellrechtliche Zurechnung von Mitarbeiterhandeln	65
V. Qualifikation der Manipulationen am Maßstab des Kartellverbots	66
1. Verstoß gegen Art. 101 Abs. 1 AEUV auf Ebene der Referenzwertfestsetzung	66
a) Wettbewerb auf Ebene der Referenzwertfestsetzung?	66
aa) Wettbewerblicher Prozess als Voraussetzung	66
bb) Kriterien	66
cc) Die Referenzwertermittlung als Wettbewerbsprozess	68
(1) Wettbewerb hinsichtlich der bereitgestellten Einzelwerte	69
(2) Wettbewerb der Referenzwerte	71
b) Zwischenfazit	72
2. Verstoß gegen das Kartellverbot auf dem Markt für Finanzderivate	73
a) Wettbewerbsrelevante Auswirkungen nichtwettbewerblicher Prozesse	74
aa) Problemstellung	74
bb) Position in der US-amerikanischen Rechtsprechung	75
cc) Untersuchung vergleichbarer Marktconstellationen	77
(1) Marktinformationsverfahren	78
(2) Blutspenden und Werbung	81
(3) Bananenkartell – Der Fall Dole Food Co.	84
(4) Schlussfolgerungen	85
dd) Zusammenfassung	85
b) Wettbewerbsbeschränkung durch Preismanipulation	86
aa) Allgemeines	86
bb) Eingriff in laufende Vertragsbeziehungen	87
(1) Problemaufriss	87
(2) Bewertung für die vorliegende Problematik	88
cc) Kriterien der Preismanipulation (Art. 101 Abs. 1 lit. a) AEUV	89
dd) Der Referenzwert als Preis	90
(1) Der Preisbegriff	90
(2) Anwendbarkeit bei der Verwendung von Referenzwerten	91
(a) Vorüberlegungen	91
(b) Unmittelbare Preismanipulation	91

(c) Mittelbare Preismanipulation	95
(aa) Mittelbare Preismanipulation in Bezug auf den variablen Zins	95
(bb) Mittelbare Preismanipulation in Bezug auf den Festzins	97
(d) Zwischenfazit	98
(3) Ökonomische Betrachtung der Manipulationen in Bezug auf bestehende Vertragsbeziehungen	99
(a) Der ökonomische Kartellschaden bei der LIBOR-Manipulation in Bezug auf den variablen Zins	99
(b) Ausnutzung von Marktmacht bei der Beeinflussung der Zahlungsströme?	103
ee) Zusammenfassung	105
c) Verstoß gegen das Kartellverbot durch künstliche Marktveränderung	105
aa) Das Merkmal der Wettbewerbsverfälschung in Art. 101 AEUV	106
(1) Eigenständige Bedeutung des Merkmals	106
(2) Inhalt des Merkmals	107
(a) Fallpraxis der Europäischen Kommission	108
(aa) Cimbel	108
(bb) Milchförderungsfonds	109
(cc) X/Open Group	111
(dd) EBU/Eurovisions-System	111
(ee) Analyse und Zusammenfassung	113
(b) Ansätze in der Literatur	115
(c) Stellungnahme	115
bb) Wettbewerbsverfälschung durch Veränderung der Referenzzinsen	117
(1) Relevanz der Zweiseitigkeit der Koordinierungswirkung	117
(2) Entstehen künstlicher Wettbewerbsbedingungen	118
(3) Wettbewerbsverfälschung aufgrund eines Informationsgefälles	119
(4) Wettbewerbsverfälschung durch unlautere Gewinne	121
(5) Wettbewerbsverfälschung durch Zerstörung von Marktvertrauen	122
cc) Zusammenfassung	124
d) Sonstige Wettbewerbsbehinderung im Sinne des Kartellverbots	125
e) Kartellrechtliche Bedeutung der unterschiedlichen Handlungsmotive zur Vornahme der Manipulationen	126
aa) Vorliegen unterschiedlicher Motivlagen	126
bb) Rechtliche Würdigung	126
f) Zwischenfazit	128
3. Verstoß gegen das Kartellverbot hinsichtlich anderer zinsgebundener Finanzinstrumente	129
a) Allgemeines	129
b) Unbeachtlichkeit der tatsächlichen Absichten	129

c) Kartellrechtlich relevante Auswirkungen auf Kreditverträge	130
aa) Darstellung der Funktionsweise und Unterschiede zu Zinsderivaten	130
bb) Rechtliche Würdigung	132
d) Zusammenfassung	134
VI. Zusammenfassung	134
D. Vergleich mit anderen Referenzwerten	136
I. Einleitung	136
II. FOREX – WM/Reuters Fix	136
1. Funktionsweise	136
2. Potenzielle Manipulation	138
3. Rechtliche Würdigung	139
a) Einseitige Maßnahmen	139
b) Koordiniertes Vorgehen	140
aa) Die kartellrechtliche Beurteilung von Einkaufsgemeinschaften	140
bb) Bewertung der Einflussnahme auf messbasierte Referenzwerte	141
(1) Koordinierte Vornahme von Devisengeschäften	141
(2) Auswirkungen auf Devisenderivate	143
(3) Auswirkungen auf nachgelagerte Devisengeschäfte	144
4. Zusammenfassung	145
III. Ethanol-Benchmark	146
1. Allgemeines	146
2. Funktionsweise	146
3. Potenzielle Manipulationen	147
4. Rechtliche Würdigung	147
a) Preisabsprachen bei Verkaufsangeboten	147
b) Einflussnahme auf den Referenzwert für Ethanol	148
aa) Auswirkungen auf zukünftige Geschäfte im physischen Handel	148
bb) Auswirkungen auf Warenderivate	149
5. Zusammenfassung	149
IV. Fazit	150
E. Verhältnis von Kapitalmarktrecht und Kartellrecht	152
I. Einführung	152
II. Anwendbares Kapitalmarktrecht	152
1. Historische Rechtslage unter § 20a WpHG a.F.	152
a) Anwendungsbereich	153
b) Tatbestand	154
aa) § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Alt. 1 WpHG a.F.	154
(1) Machen von unrichtigen bewertungserheblichen Angaben	154
(2) Eignung zur Preiseinwirkung	156
bb) § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG a.F.	159

- c) Zusammenfassung 161
 - 2. Rechtslage unter der Marktmissbrauchsverordnung 161
 - a) Europäische Reform des Marktmissbrauchsrechts 161
 - b) Folgen für die Bewertung von Referenzwertmanipulationen 162
 - 3. Zusammenfassung 164
- III. Verhältnis von Kartell- und Kapitalmarktrecht 164
 - 1. Einleitung 164
 - 2. Meinungsstand 166
 - a) US-amerikanischer Rechtskreis 166
 - b) Deutsch-europäische Perspektive 167
 - 3. Einzelprobleme und mögliche Lösungsansätze 169
 - a) Grundsätzlich parallele Anwendung 169
 - b) Keine Sperrwirkung durch Freistellung 170
 - c) Das Verbot der Doppelbestrafung – *ne bis in idem* 172
 - aa) Verhältnismäßigkeit der kumulierten Sanktionen 172
 - bb) Konflikt mit dem Grundsatz *ne bis in idem* 173
 - (1) *Ne bis in idem* im europäischen Recht 173
 - (2) *Ne bis in idem* im kartellrechtlichen Kontext 176
 - (a) Kartellrechtliche Doppelbestrafung innerhalb der EU 176
 - (b) Kartellrechtliche Doppelbestrafung durch die Europäische Kommission und Drittstaaten 178
 - (3) *Ne bis in idem* im Verhältnis des Kartellrechts zu anderen Regelungsbereichen 179
 - (a) Status quo 179
 - (b) Stellungnahme zum Verhältnis von Kartell- und Kapitalmarktrecht 180
 - (4) Zusammenfassung 186
 - d) Berücksichtigung der Kronzeugenregelung 186
 - 4. Zwischenfazit 189
- IV. Zusammenfassung 189

- F. Schlussbetrachtungen** 191
- I. Zusammenfassung der gefundenen Ergebnisse 191
- II. Fazit 193
- Literaturverzeichnis** 195
- Stichwortverzeichnis** 210

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	anderer Ansicht
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften (ABl. C – Communication; ABl. L – Legislation)
Abs.	Absatz
a. E.	am Ende
AEA Papers and Proceedings	American Economic Review: Papers & Proceedings
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a. F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft
ähnl.	ähnlich
Alt.	Alternative
Antitrust L.J.	Antitrust Law Journal
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
ausdr.	ausdrücklich
AVR	Archiv des Völkerrechts
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landesgericht
BayObLGSt	Sammlung des BayObLG in Strafsachen
BB	Betriebs-Berater
BBA	British Bankers' Association
BB-AWD	Außenwirtschaftsdienst des Betriebs-Beraters
B.C. L. Rev.	Boston College Law Review
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Begr.	Begründung
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BIS Q. Rev.	BIS Quarterly Review
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
bspw.	beispielsweise
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
BYU Int.'l M.R.	Brigham Young University International Law and Management Review
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CFTC	Commodity Futures Trading Commission

CHFIRD	Swiss Franc interest rate derivatives
Cir.	Circuit
CMLRev	Common Market Law Review
CRIM-MAD	Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie)
DB	Der Betrieb
DePaul Bus. & Comm. L.J.	DePaul Business & Commercial Law Journal
Diss.	Dissertation
EBU	European Broadcasting Union
EC	European Communities
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECLI	European Case Law Identifier
E.C.L.R.	European Competition Law Review
ECN	European Competition Network
EG	Europäische Gemeinschaft
EGMR	Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
EIRD	Euro Interest Rate Derivatives
EL	Ergänzungslieferung
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention
Entsch.	Entscheidung
EU	Europäische Union
EuG	Gericht der Europäischen Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuR	Europarecht
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWeRK	Zeitschrift des Institutes für Energie- und Wettbewerbsrecht in der kommunalen Wirtschaft
EWG-Vertrag	Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
f.	folgende Seite
F.3d	Federal Reporter, Third Series
FCA	Financial Conduct Authority
ff.	folgende Seiten
FG	Festgabe
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FK KartellR	Frankfurter Kommentar zum Kartellrecht
FKVO	Fusionskontrollverordnung 139/2004
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn.	Fußnote
Fordham Int'l. L.J.	Fordham International Law Journal
FOREX	Foreign Exchange
FRA	Forward Rate Agreement

FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
F.Supp.2d	Federal Supplement, Second Series
F.Supp.3d	Federal Supplement, Third Series
GA	Generalanwalt/Generalanwältin
gem.	gemäß
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland
GMT	Greenwich Meantime
GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
Habil.	Habilitation
HdB	Handbuch
h. M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
HWG	Heilmittelwerbegesetz
IBA	ICE Benchmark Administration
ICE	Intercontinental Exchange
insbes.	insbesondere
Int.T.L.R.	International Trade Law and Regulation
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPO	Initial Public Offering
i. R. v.	im Rahmen von
i. S. d.	im Sinne der/im Sinne des
i. V.m.	in Verbindung mit
JAENFO	Journal of Antitrust Enforcement
J. Banking Finance	Journal of Banking & Finance
J. Corp. L.	The Journal of Corporation Law
JECLAP	Journal of European Competition Law & Practice
J. Econ. Surveys	Journal of Economic Surveys
JFC	Journal of Financial Crime
J. Macroecon.	Journal of Macroeconomics
JuS	Juristische Schulung
KartellR	Kartellrecht
KommJur	Kommunaljurist
lat.	lateinisch
LG	Landgericht
LIBOR	London Interbank Offered Rate
lit.	littera
MaKonV	Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung
MAR	Market Abuse Regulation (VO 596/2014)
MMR	MultiMedia und Recht
MüKo	Münchener Kommentar
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No.	Number
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZKart	Neue Zeitschrift für Kartellrecht

Ofcom	Office of Communications
Ofgem	Office of Gas and Electricity Markets
OFT	Office of Fair Trading
OLG	Oberlandesgericht
OTC	Over-the-Counter
OwiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
PRA	Prudential Regulation Authority
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RegE	Regierungsentwurf
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
Rspr.	Rechtsprechung
s./S.	siehe/Seite/Satz
s. a.	siehe auch
S.Ct.	Supreme Court Reporter
S.D.N.Y.	United States District Court for the Southern District of New York
SDÜ	Schengener Durchführungsübereinkommen
SEC	United States Securities and Exchange Commission
sog.	sogenannt
s. S.	siehe Seite
st.	ständige
StGB	Strafgesetzbuch
TFG	Gesetz zur Regelung des Transfusionswesens
u.	und
u. a.	und andere/unter anderem
UAbs.	Unterabsatz
Univ.	Universität
U.Pa.L.Rev.	University of Pennsylvania Law Review
Urt.	Urteil
U.S.	United States/United States Reports
v.	vom/von
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vor.	Vorbemerkungen
WEKO	Wettbewerbskommission
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WettbR	Wettbewerbsrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
wrp	Wettbewerb in Recht und Praxis
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
WuW/E DE-R	Wirtschaft und Wettbewerb – Entscheidungssammlung – Deutschland Rechtsprechung
YIRD	Yen Interest Rate Derivatives
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für europäisches Privatrecht
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft

ZG	Zeitschrift für Gesetzgebung
zgl.	zugleich
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZUM	Zeitschrift für Urheber- und Medienrecht
ZWeR	Zeitschrift für Wettbewerbsrecht

„The methods and techniques of manipulation
are limited only by the ingenuity of man.“

Judge Floyd Robert Gibson
Cargill v. Hardin, 452 F.2d 1154, 1163 (8th Cir. 1971)

A. Einleitung

I. Einführung

Ab 2007 erschütterte eine globale Finanzkrise den Bankensektor. Sie führte einerseits zu verschiedenen staatlichen Rettungsmaßnahmen zur Sicherung von als systemimmanent eingestufte Finanzinstitute, welche in der Krise in Schieflage geraten waren. Andererseits motivierte sie in der Folge umfassende Untersuchungen der Finanzmärkte und der dort etablierten Geschäftspraktiken durch die Aufsichtsbehörden. Dies führte zur Aufdeckung verschiedener Vorgänge, deren moralische Zweifelhaftigkeit vielfach kaum infrage gestellt werden dürfte. Schwieriger zu beurteilen ist im Einzelfall jedoch ihre rechtliche Einordnung. Konkret geht es um die Frage, inwieweit durch das Handeln der Finanzinstitute juristische Grenzen überschritten worden sind und somit die Grundlage für eine Sanktionierung besteht. Aufsichtsbehördliche Maßnahmen könnten insoweit einen Beitrag leisten, verlorenes Vertrauen der Anleger in die ordnungsmäßige Funktionsweise der Märkte und ihren Schutz vor unlauteren Praktiken wiederherzustellen.

Wie in dem vorangestellten Zitat aus der US-amerikanischen Rechtsprechung ausgedrückt,¹ können und werden die Akteure immer neue Wege zur Einflussnahme auf die wirtschaftlichen Abläufe finden, um sich selbst einen Vorteil zu verschaffen. Für die von außen nur schwer durchschaubaren Finanzmärkte gilt dies im Besonderen, zumal die bisherige Regulierung trotz bereits vorhandener Regeln anscheinend einen von den Unternehmen auch durchaus genutzten Spielraum belassen hat.

Im Gegensatz zu den Manipulatoren, denen, wie Judge Gibson es ausgedrückt hat, zunächst einmal nur ihr eigener Einfallsreichtum Grenzen setzt, sind die Aufsichtsbehörden bei der Aufarbeitung entsprechender Vorgänge an den Rahmen ihrer Ermächtigungsgrundlagen gebunden. Dieser Rahmen wird im Europäischen Kartellrecht für die Sanktionierung von Kartellen durch Art. 101 AEUV vorgegeben. Die für die Kartellverfolgung auf europäischer Ebene zuständige Europäische Kommission hat in der Vergangenheit durchaus eine gewisse Bereitschaft zu einer weitreichenden Interpretation der Voraussetzungen der ihr zur Verfügung gestellten Eingriffsgrundlagen erkennen lassen. Auch bei der Verfolgung von Manipulationen auf dem Kapitalmarkt und vorrangig bei der Einflussnahme auf Referenzzinssätze – und auf diesem Fall wird der Fokus dieser Bearbeitung liegen – wurde sie auf einem Feld aktiv, dessen Überwachung auf den ersten Blick eher den Finanzaufsichtsbehörden als Aufgabe zugewiesen scheint. Diese sind ausgestattet mit entsprechenden

¹ *Cargill v. Hardin*, 452 F.2d 1154, 1163 (8th Cir. 1971).

kapitalmarktrechtlichen Sanktionsmöglichkeiten, die mittlerweile auch in einem signifikanten Maß europäisiert und zugleich verschärft worden sind. Es stellt sich die Frage, ob eine Kartellbehörde wirklich der geeignete Akteur ist, um Verstößen auf diesem Gebiet in einem solchen Sachverhalt beizukommen. Angesichts der Flexibilität der Märkte und der Verschiedenheit der Marktformen scheint die Suche nach einer allgemeingültigen Antwort hierauf zunächst ein recht aussichtsloses Unterfangen. Gleichwohl bietet das jüngste Vorgehen der Europäischen Kommission auf den Finanzmärkten und insbesondere die Sanktionierung des von ihr als solches identifizierten Kartells verschiedener Großbanken zur Einflussnahme auf die Referenzzinsen LIBOR und EURIBOR einen gut geeigneten Ansatzpunkt für den Versuch, sich einer Lösung zumindest anzunähern. Gegebenenfalls kann dies auch einen Beitrag zur Analyse des Verhältnisses von Kapitalmarkt- und Kartellrecht bieten.

II. Konkrete Fragestellung und Gang der Untersuchung

Die folgenden Ausführungen beginnen mit einer kurzen vertiefenden Einführung in die Thematik, die zentralen Begrifflichkeiten sowie die Funktionsweisen der relevanten Finanzinstrumente in Kapitel B. Im Anschluss wird zunächst unter Kapitel C. der Frage nachgegangen, ob und gegebenenfalls inwieweit die Referenzzinsmanipulationen an LIBOR und EURIBOR tatsächlich dem Kartellverbot des Art. 101 Abs. 1 AEUV unterfallende Fälle darstellen. An diesem Punkt könnte eine von der entsprechenden Rechtsauffassung der Europäischen Kommission zumindest in Teilen abweichende Sichtweise möglich oder vielleicht sogar geboten sein. Die Untersuchung wird sich angesichts der regelmäßig grenzüberschreitenden Dimension der potentiell betroffenen Finanztransaktionen auf das europäische Recht beschränken. Im Fokus steht, unter besonderer Berücksichtigung des Zwecks des Kartellverbots, das Tatbestandsmerkmal der Verhinderung, Einschränkung oder Verfälschung des Wettbewerbs – begrifflich teils als Wettbewerbsbeschränkung zusammengefasst – als zentrales Problem der rechtlichen Einordnung der Referenzzinsmanipulation. Die weiteren Tatbestandsmerkmale des Art. 101 Abs. 1 AEUV, etwa die Unternehmenseigenschaft oder das Vorliegen der Zwischenstaatlichkeitsklausel, sind in diesem Zusammenhang regelmäßig entweder unproblematisch oder allein für den jeweiligen Einzelfall feststellbar, so dass ihnen keine vertiefte Analyse zukommen wird.

Unter Kapitel D. wird sodann untersucht, ob sich die für die Referenzzinsmanipulation gefundenen Ergebnisse auch auf andere Referenzwerte, insbesondere solche die ebenfalls in derivativen Finanzinstrumenten verwendet werden, übertragen lassen. Es wäre denkbar, dass sich je nach der Methodik ihrer Wertermittlung oder nach Art des Gegenstandes, für den eine Referenz gebildet werden soll, möglicherweise Abweichungen in der rechtlichen Qualifikation ergeben.

Aufgrund der noch näher zu erläuternden Bedeutung von Referenzwerten für auf dem Kapitalmarkt gehandelte Finanzderivate könnte zudem nicht nur ein Verstoß gegen Normen des Kartellrechts, sondern auch ein solcher gegen die Regelungen des Kapitalmarktrechts in Betracht kommen. Daher erfolgt abschließend in Kapitel E. ein kurzer Vergleich der unterschiedlichen Eingriffsgrundlagen beider Rechtsregime für eine solche Fallkonstellation. Diese Analyse erfolgt sowohl zum Marktmanipulationsverbot nach dem zum Zeitpunkt der Manipulationen an LIBOR und EURIBOR noch geltendem deutschen WpHG in damaliger Fassung als auch am Maßstab des durch die Marktmissbrauchsverordnung 2016 neu eingeführten europäischen Verordnungsrechts. Hierbei findet auch die Thematik des generellen Verhältnisses der beiden Regelungsregime zueinander Beachtung und Betrachtung, insbesondere der Aspekt der Berücksichtigung wechselseitiger Sanktionsmaßnahmen wird in der möglichen Tiefe analysiert und diskutiert.

Die gefundenen Ergebnisse und mögliche Antworten auf die aufgeworfenen Fragestellungen werden abschließend in Kapitel F. zusammenfassend präsentiert.