

Deutsches, Europäisches und
Vergleichendes Wirtschaftsrecht

116

Philipp Carstens

Marktmanipulation und zivilrechtliche Haftung



Nomos

Deutsches, Europäisches und
Vergleichendes Wirtschaftsrecht

herausgegeben von
Prof. Dr. iur. Dr. rer. pol. h.c. Dr. iur. h.c. Werner F. Ebke,
LL.M. (UC Berkeley)

Band 116

Philipp Carstens

Marktmanipulation und zivilrechtliche Haftung



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.: Leipzig, Univ., Diss., 2018

ISBN 978-3-8487-5969-9 (Print)

ISBN 978-3-7489-0095-5 (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

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2018/2019 von der Juristenfakultät der Universität Leipzig als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung konnten bis Anfang Dezember 2018 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt meiner Doktormutter Frau Prof. Dr. *Dörte Poelzig*, M.jur. (Oxon) für die sehr unkomplizierte Betreuung sowie für die außerordentlich zügige und ausführliche Korrektur der Arbeit. Ebenso danke ich Herrn Prof. Dr. *Christoph Kumpian* LL.M. (Univ. of Chicago) für die zeitnahe Erstellung des Zweitgutachtens sowie eine sehr interessante und herausfordernde Disputation.

Mein herzlicher Dank geht außerdem an Herrn Prof. Dr. Dr. Dr. h.c. *Werner F. Ebke*, LL.M. (UC Berkeley) und den Nomos-Verlag für die Aufnahme der Dissertation in die renommierte Schriftenreihe „Deutsches, Europäisches und Vergleichendes Wirtschaftsrecht“.

Ganz besonders möchte ich mich schließlich bei meiner Freundin *Sabrina Kanski* sowie meiner Großmutter *Hildegundl Eidner* und meinen Eltern Dr. *Susanne* und Dr. *Dieter Carstens* bedanken, ohne deren Unterstützung ich niemals zu diesem Punkt gekommen wäre – ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Ulm, im Dezember 2018

Philipp Carstens

Geleitwort des Herausgebers

Das vorliegende Werk bildet den Abschluss eines einjährigen Promotionsprojektes zur zivilrechtlichen Haftung bei Marktmanipulationen. Das Marktmanipulationsverbot ist in jüngster Zeit nicht nur aufgrund der laut aktuellem BaFin-Jahresbericht steigenden Fallzahlen und der Entwicklungen im VW-Abgasskandal in den Blickpunkt der Öffentlichkeit gerückt. Vor allem auch durch die Verlagerung der Regelungen auf die europäische Ebene durch das Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung im Juli 2016 erfreut sich das Thema im juristischen Schrifttum großer Beliebtheit.

Da das Kapitalmarktrecht neben dem Schutz des gesamten Marktes auch dem Anlegerschutz dient, entzündet sich hier besonders häufig die Diskussion um die Schutzgesetzeigenschaft der jeweiligen Vorschriften im Rahmen des § 823 Abs. 2 BGB und damit um eine ergänzende zivilrechtliche Sanktionierung bei Rechtsverstößen. Im Kartellrecht hat der Gesetzgeber die parallele Problematik bereits durch die Siebte GWB-Novelle – angetrieben durch die europäische Rechtsprechung – gelöst. Der in der vorliegenden Arbeit angestellte Vergleich des Marktmissbrauchsrechts mit dem Kartellrecht bietet sich deshalb im Besonderen an. Der Autor stellt die Parallelen von Kartell- und Marktmissbrauchsrecht anschaulich dar und begibt sich auf die Suche nach möglichen Lösungsansätzen im Kartellrecht für die kapitalmarktrechtliche Problemstellung.

Er verliert dabei auch den unionsrechtlichen Einfluss auf die zivilrechtliche Durchsetzung des Marktmanipulationsverbots nicht aus dem Blick. Da die angesprochene kartellrechtliche Entwicklung maßgeblich durch Entscheidungen des Europäischen Gerichtshofs vorangetrieben wurde, ist eine eingehende Untersuchung der Auswirkungen des Europarechts auf die zivilrechtliche Haftung für Marktmanipulationen unerlässlich. Durch die zunehmende Angleichung des Kapitalmarktrechts auf dem Weg zur Kapitalmarktunion reicht die Bedeutung des Werks weit über das Marktmanipulationsverbot hinaus und kann damit zu weiterem Erkenntnisgewinn auf dem Gebiet des deutschen und europäischen Wirtschaftsrechts beitragen.

Heidelberg, im Juli 2019

Werner F. Ebke

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort des Herausgebers	7
Abkürzungsverzeichnis	13
1. Teil:Einführung	19
I) Ziel der Untersuchung	20
II) Gang der Untersuchung	21
2. Teil:Marktmanipulation und zivilrechtliche Haftung	23
I) Bisherige Rechtslage	23
II) Marktmissbrauchsverordnung	25
1) Überblick	26
2) Schutzgesetzcharakter	27
a) Auslegung	27
aa) Wortlaut	27
bb) Systematik	28
cc) Entstehungsgeschichte	31
dd) Sinn und Zweck	33
ee) Zwischenergebnis	37
b) Effektivitätsgrundsatz	38
aa) Grundlagen	39
bb) Entwicklung im Kartellrecht	42
(1) Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs	42
(a) Rechtssache Courage	42
(b) Rechtssache Manfredi	45
(c) Rechtssache Kone	46
(d) Rechtssache Muñoz	47
(e) Rechtssache Schmitt	48
(2) Funktionale Subjektivierung	49
(3) Folgen der Rechtsprechung	52
(a) Europäisches Recht	52
(b) Nationales Recht	53

Inhaltsverzeichnis

cc) Anwendung auf das Kapitalmarktrecht	55
(1) Kompetenz der EU	56
(2) Vergleichbarkeit der Regelungsgebiete	61
(a) Regelungsziele	61
(b) Rolle des Preisbildungsprozesses	65
(c) Auswirkungen von Verstößen	67
(d) Sanktionierung von Verstößen	69
(e) Vorgaben des Unionsrechts	72
(f) Zwischenergebnis	74
(3) Durchsetzungsgewinn durch zivilrechtliche Haftung	75
(a) Rechtslage im Ausland	76
(aa) Europa	76
(bb) USA	77
(cc) Fazit	78
(b) Rechtsökonomische Überlegungen	79
(aa) Aufsichtsbehörden	79
(bb) Private Durchsetzung	82
(cc) Stellungnahme	85
(c) Zwischenergebnis	87
(4) Vereinbarkeit mit nationalem Recht	88
(a) Steuerungsfähigkeit des Deliktsrechts	89
(aa) Individual-/Institutionenschutz	90
(bb) Kompensation/Prävention	92
(b) Haftung für reine Vermögensschäden	97
c) Ergebnis	99
3) Sittenwidrige Schädigung	101
a) Grundlagen	101
b) Europarechtliche Perspektive	103
c) Nationale Perspektive	103
d) Ergebnis	105
3. Teil:Haftungsausgestaltung	106
I) Materiell-rechtliche Vorgaben	107
1) Aktiv-/Passivlegitimation	107
a) Haftungsberechtigung	107
aa) Kriterium der „Betroffenheit“	108
bb) Transaktionserfordernis	109
cc) Passing-on-Defense	113
dd) Fazit	118

b) Haftungspflicht	118
2) Schaden	125
a) Kursdifferenzschaden	127
aa) Kursfolgeschaden	128
bb) Einzelne Anlegergruppen	129
cc) Schutzzweck der Norm	131
b) Vertragsabschlusschaden	136
c) Entgangener Gewinn	139
d) Bestrafender/mehrfacher Schadensersatz	142
e) Haftungshöchstgrenze	145
f) Vorteilsausgleichung	146
g) Ergebnis	149
3) Kausalität	150
a) Abgrenzung haftungsbegründende/ haftungsausfüllende Kausalität	151
b) Kausalitätsanforderungen	153
aa) Beweiserleichterungen	154
bb) Einzelne Anlegergruppen	157
(1) Unmittelbar geschädigte Anleger	157
(a) Haftungsbegründende Kausalität	157
(b) Haftungsausfüllende Kausalität	163
(2) Mittelbar geschädigte Anleger	167
c) Ergebnis	169
4) Verschulden	170
a) Gefährdungshaftung	171
b) Vorsatzhaftung	173
c) Fahrlässigkeitshaftung	175
aa) Informationsgestützte Marktmanipulation	177
bb) Handelsgestützte Marktmanipulation	179
cc) Handlungsgestützte Marktmanipulation	182
dd) Schlussfolgerung	183
5) Verjährung	185
II) Prozessuale Durchsetzung	187
1) Verfahren	188
a) Anpassung des Kapitalanleger- Musterverfahrensgesetzes	189
aa) Opt-in-Modell	190
bb) Opt-out-Modell	192
b) Klagerecht von Verbänden	193
c) Schadensliquidation durch Aufsichtsbehörden	196

Inhaltsverzeichnis

d) Stellungnahme	197
2) Prozesskosten	205
a) Erfolgshonorare	206
b) Streitwertanpassung	207
c) Prozessfinanzierung	208
3) Auskunftsrechte	209
a) Gegen Anspruchsgegner	210
b) Gegen Aufsichtsbehörden	212
4) Bindung der Zivilgerichte	215
III) Verhältnismäßigkeit der Haftung	217
1) Umverteilungsschäden	218
2) Mehrfachsanktionierung	221
3) Haftungsdurchsetzung	223
a) Follow-on-Klagen	224
b) Stand-alone-Klagen	225
IV) Einbettung in das Gesamtsystem	227
1) Einheitliche Rechtsanwendung	228
2) Schutz von „whistle blowern“	231
4. Teil:Ergebnis	235
I) Zusammenfassung	235
II) Ausblick	239
Literaturverzeichnis	241