

**Untersuchungen über das  
Spar-, Giro- und Kreditwesen**

---

**Abteilung B: Rechtswissenschaft**

Herausgegeben von Peter O. Mülbert,  
Uwe H. Schneider und Dirk A. Verse

**Band 210**

# **Financial-Benchmarks**

**Manipulationen von Referenzwerten wie LIBOR und EURIBOR  
und deren aufsichts- und privatrechtliche Folgen**

**Von**

**Alexander Sajnovits**



**Duncker & Humblot · Berlin**

ALEXANDER SAJNOVITS

Financial-Benchmarks

# Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen

Abteilung B: Rechtswissenschaft

Schriften des Instituts für deutsches und  
internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens  
an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz

Herausgegeben von

Prof. Dr. Peter O. Mülbert,

Prof. Dr. Dr. h. c. Uwe H. Schneider, Prof. Dr. Dirk A. Verse

Band 210

# Financial-Benchmarks

Manipulationen von Referenzwerten wie LIBOR und EURIBOR  
und deren aufsichts- und privatrechtliche Folgen

Von

Alexander Sajnovits



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften  
der Johannes Gutenberg-Universität Mainz hat diese Arbeit  
im Wintersemester 2017/2018 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  
© 2018 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: L101 Mediengestaltung, Fürstenwalde  
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach  
Printed in Germany

ISSN 0720-7352  
ISBN 978-3-428-15539-2 (Print)  
ISBN 978-3-428-55539-0 (E-Book)  
ISBN 978-3-428-85539-1 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

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

*Meinen Eltern und meiner Frau*



## Geleitwort

Der Manipulationsskandal um den Referenzzinssatz Libor (London interbank offered rate) wird mitunter als einer der größten Finanzskandale unserer Zeit bezeichnet. Zahllose Verträge und Finanzinstrumente weltweit nehmen Bezug auf Referenzzinssätze und andere Financial Benchmarks. Allein das Gesamtvolumen der auf den Libor und den Euribor referenzierenden Finanzinstrumente bezifferte das Financial Stability Board auf 370 Billionen Euro. Die seit 2008 bekannt gewordenen Manipulationsskandale fanden denn auch weltweit große Aufmerksamkeit und schlugen sich sogar in Bestsellern wie „The Spider Network“ von *David Enrich* und „The Fix“ von *Liam Vaughan* und *David Finch* nieder. Geschuldet war dies nicht zuletzt dem Umstand, dass die an den Manipulationen beteiligten Kreditinstitute in den USA und in Europa Milliardenbeträge an Straf- und Vergleichszahlungen in Straf- und Zivil- und Verwaltungsverfahren leisten mussten. Aber auch in rechtlicher Hinsicht hatten die Vorgänge vielfältige gravierende Konsequenzen. Zum einen reagierte die EU bereits kurz nach dem Bekanntwerden der Manipulationen, indem Referenzwert-Manipulationen ausdrücklich in den neu geschaffenen Marktmanipulationstatbestand der MAR (Art. 15, 12 Abs. 1 lit. d MAR) einbezogen wurden. Zum anderen schuf die Europäische Union mit der Benchmark-Verordnung ein umfängliches aufsichtsrechtliches Regelwerk, um Manipulationen für die Zukunft auszuschließen. Als eine Konsequenz hieraus sind aktuell Bemühungen im Gange, bekannte Referenzzinssätze wie den Libor und den Euribor zu ersetzen. Zudem, und diese Folge war bei Verabschiedung der Benchmark-VO noch nicht absehbar, stellt der aktuell zunehmend wahrscheinliche harte Brexit die Marktteilnehmer vor zusätzliche Herausforderungen.

Mit Blick auch auf diese vielfältigen Entwicklungen behandelt die vorliegende Untersuchung eingehend die mit Financial Benchmarks verbundenen Rechtsfragen aus der Perspektive des Unionsrecht und der deutschen Rechtsordnung. Dabei werden insbesondere auch die vielfältigen wirtschafts- und privatrechtlichen Konsequenzen der Manipulation von Benchmarks vertieft erörtert. Gerade auch der letztere Bereich verdient besonderes Augenmerk, weil sich durch die Bezugnahme auf Benchmarks in Finanzkontrakten und -instrumenten jede Manipulation der referenzierten Werte auch auf die jeweiligen Vertragspflichten der Parteien auswirkt. Mit diesem umfassenden Untersuchungsansatz bietet die Arbeit großen Gewinn auch denjenigen Lesern, die den mit Financial Benchmarks verbundenen Problemen weniger nahe

stehen. Insbesondere hat der Verfasser sich nicht darauf beschränkt, die jeweiligen eher technischen Problemfacetten aufzuarbeiten. Vielmehr hat er seine Ausführungen, soweit geboten, jeweils in grundsätzlichere Überlegungen eingebettet. Nicht zuletzt zur AGB-rechtlichen Inhaltskontrolle von Preisabreden, zur Wissenszurechnung bei Complianceverstößen und zur Frage einer privaten Rechtsdurchsetzung unionsrechtlich determinierter Verhaltensgebote finden sich grundlagenartige Ausführungen, an denen die jeweilige Spezialliteratur zu diesen Bereichen nicht vorbeigehen kann und wird. Insgesamt ist dem Verfasser mithin das Kunststück gelungen, das Standardwerk zu Rechtsfragen von Benchmarks auf oberstem wissenschaftlichen Niveau in höchst lesbarer Form vorzulegen.

Mainz, Juli 2018

Prof. Dr. *Peter O. Mülbert*

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2017/18 vom Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften der Johannes Gutenberg-Universität Mainz als Dissertation angenommen. Sie entstand während meiner Zeit als Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, Bankrecht von Prof. Dr. Peter O. Mülbert im Zeitraum von Mai 2015 bis September 2017. Für die Drucklegung konnten aktuelle Rechtsentwicklungen und Literatur bis Juni 2018 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater und akademischen Lehrer, Herrn Prof. Dr. Peter O. Mülbert, der diese Arbeit angeregt und von Beginn an hervorragend betreut und durch zahlreiche Hinweise und Diskussionen gefördert hat. Meine neun Jahre an seinem Lehrstuhl, zunächst als studentische Hilfskraft und im Anschluss als Wissenschaftlicher Mitarbeiter während des Referendariats und der Promotion, haben aber nicht nur diese Arbeit, sondern mein juristisches Denken insgesamt wesentlich geprägt. Daneben danke ich Herrn Vizepräsidenten des BGH Prof. Dr. Jürgen Ellenberger für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens und seine konstruktiven Anmerkungen, aber auch für die vielen interessanten (juristischen) Gespräche vor und in seinen Vorlesungen in Mainz. Herrn Prof. Dr. Dr. h. c. Uwe H. Schneider, Herrn Prof. Dr. Dirk A. Verse, M.Jur. (Oxford) und Herrn Prof. Dr. Mülbert danke ich zudem für die Aufnahme meiner Arbeit in die Schriftenreihe des Instituts für deutsches und internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz. Herrn Prof. Dr. Verse gebührt ferner Dank für viele anregende und lehrreiche Gespräche, insbesondere zum Themenkomplex der Wissenszurechnung.

Desweiteren bedanke ich mich bei meinen ehemaligen Lehrstuhl- und Fachbereichskollegen, insbesondere bei Herrn Dr. Alexander Wilhelm, M. Jur., nicht nur für die vielen weiterführenden juristischen Diskussionen, sondern auch für die unverzichtbaren Mittags- und Kaffeepausen.

Zu größtem Dank bin ich meinen Eltern, Renate und Eduard Sajnovits, verpflichtet. Sie haben mich während meiner gesamten Ausbildung nicht nur finanziell, sondern auch moralisch stets unterstützt. Zudem haben sie die Mühen des Korrekturlesens auf sich genommen. Ohne sie wäre nicht nur diese Arbeit, sondern meine gesamte juristische Ausbildung nicht zustande gekommen. Zu guter Letzt danke ich meiner Frau Stefanie, die seit den An-

fängen meines Studiums an meiner Seite steht, mich immer unterstützt und zugleich so wunderbar daran erinnert, dass es im Leben auch noch andere Dinge als Jura gibt. Ihr und meinen Eltern ist diese Arbeit gewidmet.

Wiesbaden, August 2018

*Alexander Sajnovits*

# Inhaltsübersicht

	<b>Einleitung</b>	33
<b>§ 1</b>	<b>Financial-Benchmarks als Untersuchungsgegenstand</b>	33
	A. Die Manipulation von Financial-Benchmarks vor und während der Finanzkrise	33
	B. Untersuchungsziel und -methode	35
	C. Eingrenzung des Themas	36
	D. Gang der Untersuchung	37
	<i>1. Kapitel</i>	
	<b>Rechtsökonomische und rechtstatsächliche Grundlagen</b>	39
<b>§ 2</b>	<b>Benchmarks und andere Indizes auf den Finanzmärkten</b>	39
	A. Begriffliches zu Indizes und Benchmarks	39
	B. Statistische Grundlagen	40
	C. Wirtschaftliche Bedeutung von Indizes, insbesondere als Benchmarks	42
	D. Typologie der Benchmarks	43
	E. Funktionen von Indizes	48
<b>§ 3</b>	<b>Nutzen und Risiken von Indizes und Benchmarks</b>	50
	A. Nutzen von Indizes und Benchmarks	50
	B. Risiken von Indizes und Benchmarks	59
<b>§ 4</b>	<b>Internationale Regulierungsbestrebungen</b>	70
	A. Vorschläge, Vorhaben, Reformen	70
	B. Gemeinsame Regulierungsstrategie	71
<b>§ 5</b>	<b>Fazit zu den rechtsökonomischen und rechtstatsächlichen Grundlagen</b>	73
	<i>2. Kapitel</i>	
	<b>Die Benchmark-Verordnung der EU</b>	75
<b>§ 6</b>	<b>Einführung</b>	75
	A. Gesetzgebungsprozess	75
	B. Regulierungszwecke	76
	C. Sachlicher Anwendungsbereich der BMR	80
	D. Persönlicher Anwendungsbereich (Adressaten der Verordnung)	91

E. Ausnahmen	94
F. Regelungssystematik und Regulierungsinstrumente	97
<b>§ 7 Ausgewählte Regulierungsinstrumente und Rechtsfragen</b>	<b>101</b>
A. Verbot der Benutzung nicht-autorisierter Referenzwerte	101
B. Drittstaaten-Regime, Übergangs- und Bestandsschutzregeln und die Folgen des Brexits	102
C. Compliance- und Governancevorgaben der BMR	107
D. Verbraucherschutzinstrumente	120
<b>§ 8 Behördenbefugnisse und Sanktionen</b>	<b>122</b>
A. Zuständigkeiten	122
B. Befugnisse der zuständigen Behörden	122
C. Sanktionenregime	123
<b>§ 9 Fazit zur Benchmark-Verordnung</b>	<b>125</b>

### *3. Kapitel*

<b>Aufsichtsrechtliche Aspekte manipulierter Benchmarks</b>	<b>126</b>
<b>§ 10 Verstoß gegen Marktmanipulationsverbote</b>	<b>126</b>
A. Einführung	126
B. Verbotene Marktmanipulation nach § 20a WpHG a.F.	128
C. Verbotene Marktmanipulation nach Art. 15 MAR	135
D. Sanktionenregime	139
E. Fazit zu Verstößen gegen die Marktmanipulationsverbote	144
<b>§ 11 Kartellaufsichtsrechtliche Aspekte manipulierter Benchmarks</b>	<b>145</b>
A. Einführung	145
B. Die Bußgeldbescheide der Europäischen Kommission	146
C. Kartellverstoß	147
D. Fazit zu kartellrechtlichen Aspekten von manipulierten Benchmarks	154

### *4. Kapitel*

<b>Privatrechtliche Aspekte manipulierter Benchmarks</b>	<b>156</b>
<b>§ 12 Vertragsrechtliche Einordnung und Implikationen von (manipulierten) Benchmarks</b>	<b>156</b>
A. Zivilrechtliche Einordnung von Benchmarks in Verträgen	156
B. Zulässigkeit der Verwendung von Benchmarks und Wirksamkeit von vertraglichen Bezugnahmen	168
C. Manipulation als vertragsrechtliche Pflichtverletzung gegenüber dem Kunden	188
D. Manipulierte Benchmarks als Eigenschaftsirrtum oder Geschäftsgrundlage	200

E.	Kündigung von Dauerschuldverhältnissen aus wichtigem Grund . . .	206
F.	Fazit zur vertragsrechtlichen Einordnung und zu den vertragsrechtlichen Implikationen von (manipulierten) Benchmarks . . . . .	207
<b>§ 13</b>	<b>Wissensabhängige Manipulationsfolgen</b> . . . . .	210
A.	Wissen von Manipulationen als Tatbestandsvoraussetzung . . . . .	210
B.	Wissenszurechnung als Grundlagenproblem . . . . .	212
C.	Abgrenzung der Wissenszurechnung vom subjektiven Element innerhalb der Wissensnormen . . . . .	271
D.	Aufklärungspflicht über Manipulationen . . . . .	274
E.	Wissensabhängige Folgen im Falle von Benchmark-Manipulationen durch Banken (Tatbestandsseite) . . . . .	282
<b>§ 14</b>	<b>Deliktsrechtliche Folgen von Manipulationen – <i>private enforcement</i> im Unionsrecht bzw. im unionsrechtlich determinierten nationalen Recht</b> . . . . .	285
A.	Anwendbarkeit des deutschen Rechts . . . . .	285
B.	<i>Private enforcement</i> im Kapitalmarktrecht über § 823 Abs. 2 BGB . .	288
C.	<i>Private enforcement</i> in den engen Grenzen des § 826 BGB . . . . .	309
D.	<i>Private enforcement</i> bei Benchmark-Manipulationen über § 831 BGB	312
E.	Fazit zu den deliktsrechtlichen Folgen . . . . .	313
<b>§ 15</b>	<b>Schadensrechtliche Aspekte</b> . . . . .	315
A.	Differenzschaden . . . . .	315
B.	Vertragsabschlussschaden . . . . .	329
C.	Vorteilsausgleichung . . . . .	334
D.	Fazit zu den schadensrechtlichen Aspekten . . . . .	339
 <i>5. Kapitel</i> <b>Schluss</b>		
<b>§ 16</b>	<b>Wesentliche Ergebnisse und Ausblick</b> . . . . .	340
	<b>Literaturverzeichnis</b> . . . . .	344
	<b>Sachwortverzeichnis</b> . . . . .	386



# Inhaltsverzeichnis

	<b>Einleitung</b>	33
<b>§ 1</b>	<b>Financial-Benchmarks als Untersuchungsgegenstand</b>	33
	A. Die Manipulation von Financial-Benchmarks vor und während der Finanzkrise	33
	B. Untersuchungsziel und -methode	35
	C. Eingrenzung des Themas	36
	D. Gang der Untersuchung	37
	<i>1. Kapitel</i>	
	<b>Rechtsökonomische und rechtstatsächliche Grundlagen</b>	39
<b>§ 2</b>	<b>Benchmarks und andere Indizes auf den Finanzmärkten</b>	39
	A. Begriffliches zu Indizes und Benchmarks	39
	B. Statistische Grundlagen	40
	I. Einführung	40
	II. Mittelwerte	40
	1. Arithmetisches Mittel	40
	2. Gewichteter und getrimmter Mittelwert	41
	III. Darstellung über die Zeit	41
	C. Wirtschaftliche Bedeutung von Indizes, insbesondere als Benchmarks	42
	D. Typologie der Benchmarks	43
	I. LIBOR	43
	1. Funktionsweise des LIBOR	43
	2. Illiquidität des unbesicherten Interbankencreditmarktes	44
	II. EURIBOR und sonstige Referenzzinssätze	46
	E. Funktionen von Indizes	48
<b>§ 3</b>	<b>Nutzen und Risiken von Indizes und Benchmarks</b>	50
	A. Nutzen von Indizes und Benchmarks	50
	I. Förderung der Markttransparenz	50
	II. Verringerung von Informationsasymmetrien	52
	III. Verringerung von Transaktionskosten	53
	IV. Verbesserte Risikosteuerung und Risikostreuung	55
	V. Steigerung der Kapitalisierung und Liquidität	57
	B. Risiken von Indizes und Benchmarks	59

I.	Nichtproduktion, Schlechtproduktion und Überproduktion . . . . .	59
II.	Manipulation . . . . .	61
1.	Manipulationsanfälligkeit und -gründe . . . . .	61
a)	Interessenkonflikte . . . . .	61
b)	Größe der Panels . . . . .	62
c)	Ermessensabhängige Eingabedaten . . . . .	63
2.	Manipulationen des LIBOR im Besonderen . . . . .	63
a)	Historische Abläufe der Manipulationen und ihres Be- kanntwerdens . . . . .	63
b)	Ermittlung des LIBOR bis 2010 . . . . .	65
c)	Gründe für die Manipulationen des LIBOR . . . . .	66
d)	Manipulationshandlungen . . . . .	66
e)	Statistische Belege für Manipulationen . . . . .	67
3.	Ökonomische Folgen der Manipulationen . . . . .	68
III.	Systemische Risiken durch den Konzentrationseffekt . . . . .	68
<b>§ 4</b>	<b>Internationale Regulierungsbestrebungen . . . . .</b>	<b>70</b>
A.	Vorschläge, Vorhaben, Reformen . . . . .	70
B.	Gemeinsame Regulierungsstrategie . . . . .	71
<b>§ 5</b>	<b>Fazit zu den rechtsökonomischen und rechtstatsächlichen Grundlagen . . . . .</b>	<b>73</b>

## *2. Kapitel*

	<b>Die Benchmark-Verordnung der EU</b>	75
<b>§ 6</b>	<b>Einführung . . . . .</b>	<b>75</b>
A.	Gesetzgebungsprozess . . . . .	75
B.	Regulierungszwecke . . . . .	76
I.	Funktionenschutz . . . . .	76
II.	Vertrauensschutz . . . . .	77
III.	Anlegerschutz . . . . .	78
IV.	Gewährleistung von Finanzmarktstabilität . . . . .	78
V.	Vermeidung von Verzerrungen der Realwirtschaft . . . . .	79
VI.	Verbraucherschutz . . . . .	80
C.	Sachlicher Anwendungsbereich der BMR . . . . .	80
I.	Grunddefinition eines Referenzwertes . . . . .	80
1.	Referenzierungskriterium . . . . .	81
2.	Methodenkriterium . . . . .	82
3.	Öffentlichkeitskriterium . . . . .	83
II.	Besondere Formen von Referenzwerten . . . . .	84
1.	Referenzzinssatz . . . . .	84
2.	Rohstoff-Referenzwert . . . . .	85
3.	Referenzwert aus regulierten Daten . . . . .	85
4.	Kritischer Referenzwert . . . . .	86
5.	Signifikanter Referenzwert . . . . .	87

6. Nicht-signifikanter Referenzwert .....	87
III. Erfasste Verhaltensweisen .....	88
1. Bereitstellen von Referenzwerten .....	88
2. Beitragen von Eingabedaten zu einem Referenzwert .....	89
3. Verwenden eines Referenzwertes .....	90
D. Persönlicher Anwendungsbereich (Adressaten der Verordnung) .....	91
I. Administratoren .....	91
II. Kontributoren .....	92
1. Grunddefinition .....	92
2. Beaufsichtigter Kontributor .....	93
III. Nutzer eines Referenzwertes .....	94
E. Ausnahmen .....	94
I. Vollaussnahmen .....	94
II. Partielle Ausnahmen .....	94
III. Deklaratorische Ausnahmen .....	96
F. Regelungssystematik und Regulierungsinstrumente .....	97
I. Unterscheidung nach der Art des Referenzwertes .....	97
II. Unterscheidung nach Adressaten .....	98
III. Überblick über die Regulierungsinstrumente .....	98
<b>§ 7 Ausgewählte Regulierungsinstrumente und Rechtsfragen .....</b>	<b>101</b>
A. Verbot der Benutzung nicht-autorisierter Referenzwerte .....	101
I. Verbotstatbestand .....	101
II. Verbotsadressaten .....	101
III. Sachliche Rechtfertigung .....	101
B. Drittstaaten-Regime, Übergangs- und Bestandsschutzregeln und die Folgen des Brexits .....	102
I. Drittstaatenregime .....	103
1. Gleichwertigkeit .....	104
2. Anerkennung .....	105
3. Übernahme .....	106
II. Bestandsschutz- und Übergangsregime .....	107
C. Compliance- und Governancevorgaben der BMR .....	107
I. Einführung .....	107
II. Konkrete Vorgaben .....	108
1. Administratoren .....	108
a) Unternehmensführung und Vermeidung von Interessen- konflikten .....	108
b) Einrichtung und Unterhaltung einer Aufsichtsfunktion ...	110
c) Einrichtung eines Compliance-Systems (Kontrollrahmen) .	112
d) Anforderungen an die Dokumentation (Rechenschaftsrah- men) .....	113
e) Beschwerdesystem .....	114
f) Anforderungen an eine Auslagerung von Tätigkeiten ...	115

g) Einrichtung und Unterhaltung von Meldewegen . . . . .	115
2. Administratoren von Referenzzinssätzen . . . . .	116
3. Beaufsichtigte Kontributoren . . . . .	117
4. Kontributoren von Referenzzinssätzen . . . . .	118
D. Verbraucherschutzinstrumente . . . . .	120
I. Referenzwert-Erklärung . . . . .	120
II. Verbraucherschützende Informationspflichten in der Verbraucher-Kreditrichtlinie . . . . .	121
<b>§ 8 Behördenbefugnisse und Sanktionen . . . . .</b>	<b>122</b>
A. Zuständigkeiten . . . . .	122
B. Befugnisse der zuständigen Behörden . . . . .	122
C. Sanktionenregime . . . . .	123
I. Verwaltungssanktionen . . . . .	123
II. Ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionen . . . . .	124
III. Veröffentlichung von Verstößen . . . . .	124
<b>§ 9 Fazit zur Benchmark-Verordnung . . . . .</b>	<b>125</b>

### *3. Kapitel*

<b>Aufsichtsrechtliche Aspekte manipulierter Benchmarks</b>	126
<b>§ 10 Verstoß gegen Marktmanipulationsverbote . . . . .</b>	<b>126</b>
A. Einführung . . . . .	126
B. Verbotene Marktmanipulation nach § 20a WpHG a.F. . . . .	128
I. Beschränkter Anwendungsbereich des alten Marktmanipulationsverbots . . . . .	128
II. Manipulation von Benchmarks als taugliche Tathandlung . . . . .	130
1. Informationsgestützte Manipulationshandlung . . . . .	130
2. Handels- oder handlungsgestützte Manipulation . . . . .	132
III. Bewertungserheblichkeit und Eignung zur Kursbeeinflussung . . . . .	133
C. Verbotene Marktmanipulation nach Art. 15 MAR . . . . .	135
I. Erweiterter Anwendungsbereich des neuen Marktmissbrauchsregimes . . . . .	135
II. Manipulation von Referenzwerten als ausdrückliche Tathandlung . . . . .	136
III. Kein Erfordernis eines Einwirkungserfolgs . . . . .	138
D. Sanktionenregime . . . . .	139
I. Verstoß gegen § 20a WpHG a.F. . . . .	139
II. Verstoß gegen Art. 15 MAR . . . . .	140
1. Strafrechtliche Sanktionierung . . . . .	140
2. Ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionierung . . . . .	141
3. Sonstige aufsichtsrechtliche Sanktionen . . . . .	143
E. Fazit zu Verstößen gegen die Marktmanipulationsverbote . . . . .	144
<b>§ 11 Kartellaufsichtsrechtliche Aspekte manipulierter Benchmarks . . . . .</b>	<b>145</b>
A. Einführung . . . . .	145

B. Die Bußgeldbescheide der Europäischen Kommission . . . . .	146
C. Kartellverstoß . . . . .	147
I. Kein verdrängender Anwendungsvorrang des Kapitalmarktrechts . . . . .	147
II. Verstoß gegen das Kartellverbot des Art. 101 AEUV durch kollusive Manipulationen von Referenzzinssätzen . . . . .	150
1. Abgestimmte Verhaltensweise zwischen Unternehmen . . . . .	150
2. Preisfestsetzung als bezweckte Wettbewerbsbeschränkung . . . . .	151
a) US-amerikanische Rechtsprechung als Diskussionsauslöser . . . . .	151
b) Bezweckte Kernbeschränkung . . . . .	152
III. Implikationen für privatrechtliche Schadensersatzansprüche . . . . .	154
D. Fazit zu kartellrechtlichen Aspekten von manipulierten Benchmarks . . . . .	154

*4. Kapitel*

**Privatrechtliche Aspekte manipulierter Benchmarks** 156

<b>§ 12 Vertragsrechtliche Einordnung und Implikationen von (manipulierten) Benchmarks</b> . . . . .	156
A. Zivilrechtliche Einordnung von Benchmarks in Verträgen . . . . .	156
I. Finanzkontrakte . . . . .	156
1. Finanzkontrakte mit Bezug zu einem Referenzzinssatz . . . . .	156
2. Zivilrechtsdogmatische Einordnung variabler Zinsen . . . . .	159
a) Zinsbegriff beim Darlehensvertrag . . . . .	159
b) Zinsänderungsklauseln als Leistungsbestimmungsrecht . . . . .	160
c) Zinsgleitklauseln als Dynamisierung der Hauptleistungspflicht . . . . .	161
II. Finanzinstrumente . . . . .	164
1. Anleihen . . . . .	164
2. Indexzertifikate . . . . .	165
3. Zinstermingeschäfte . . . . .	166
a) Zinsfutures und -forwards . . . . .	166
b) Zinsoptionen . . . . .	167
c) Zinsswaps . . . . .	167
B. Zulässigkeit der Verwendung von Benchmarks und Wirksamkeit von vertraglichen Bezugnahmen . . . . .	168
I. Art. 29 BMR als ein die Nichtigkeit bedingendes Verbotsgesetz . . . . .	168
II. Kein Verstoß gegen § 1 Abs. 1 PrKIG . . . . .	172
III. AGB-rechtliche Zulässigkeitsschranken bei Finanzkontrakten . . . . .	173
1. Zinsgleitklauseln . . . . .	173
a) Transparenzkontrolle . . . . .	173
b) Inhaltskontrolle . . . . .	174
aa) Kontrollfähigkeit von Zinsgleitklauseln . . . . .	174
bb) Grundsätzlich keine unangemessene Benachteiligung . . . . .	177

2. Zinsänderungsklauseln . . . . .	181
a) Wirksamkeit von Zinsänderungsklauseln . . . . .	181
aa) Inhaltskontrollfähigkeit von Zinsänderungsklauseln . . . . .	182
bb) Angemessenheit von Zinsänderungsklauseln . . . . .	183
b) Ausübungsvoraussetzungen des Gestaltungsrechts . . . . .	185
IV. AGB-rechtliche Zulässigkeitsschranken bei sonstigen Finanzinstrumenten . . . . .	185
1. Anleihen . . . . .	185
2. Sonstige Finanzinstrumente . . . . .	186
V. Keine objektive Sittenwidrigkeit des Rechtsgeschäfts durch die vertragliche Inbezugnahme einer manipulierten oder manipulierbaren Benchmark . . . . .	187
C. Manipulation als vertragsrechtliche Pflichtverletzung gegenüber dem Kunden . . . . .	188
I. Zeitpunkt der Pflichtverletzung und davon betroffene Vertragsverhältnisse . . . . .	188
II. Manipulationen als Nebenpflichtverletzungen im Vertragsverhältnis zwischen Bank und Kunden . . . . .	189
III. Vertretenmüssen als Zurechnungsproblem . . . . .	192
1. Manipulationen und Organisationspflichtverletzungen durch das Management . . . . .	192
2. Manipulationen durch Mitarbeiter unterhalb der Repräsentantenebene . . . . .	193
a) Problemstellung und Grundlagen . . . . .	193
b) Gehilfen für die Erfüllung von Nebenpflichten . . . . .	195
c) Mitarbeiter vertragsfremder Fachabteilungen als Erfüllungsgehilfen im Verhältnis der Bank zum Kunden . . . . .	196
d) Manipulationen im inneren sachlichen Zusammenhang mit der Vertragserfüllung? . . . . .	198
D. Manipulierte Benchmarks als Eigenschaftsirrtum oder Geschäftsgrundlage . . . . .	200
I. Geschäftsgrundlage und Manipulationen . . . . .	200
1. Konkrete Nichtmanipulation als Geschäftsgrundlage . . . . .	201
2. Abstrakte und konkrete Nichtmanipulierbarkeit als Geschäftsgrundlage . . . . .	201
II. Eigenschaftsirrtum und Manipulationen . . . . .	202
1. Eigenschaften und Benchmark-Manipulationen . . . . .	202
2. Verkehrswesentlichkeit als Begrenzungsmerkmal . . . . .	204
E. Kündigung von Dauerschuldverhältnissen aus wichtigem Grund . . . . .	206
F. Fazit zur vertragsrechtlichen Einordnung und zu den vertragsrechtlichen Implikationen von (manipulierten) Benchmarks . . . . .	207
<b>§ 13 Wissensabhängige Manipulationsfolgen . . . . .</b>	<b>210</b>
A. Wissen von Manipulationen als Tatbestandsvoraussetzung . . . . .	210
B. Wissenszurechnung als Grundlagenproblem . . . . .	212

I.	Wissen einer Person und die Unterscheidung vom Wissenmüssen	212
II.	Wissenszurechnung als Rechtstechnik	213
III.	Positionale/personenbezogene Zurechnungsmodelle	215
	1. Organtheorie als Wissenszurechnungslehre	215
	2. Wissensvertreter	217
IV.	Zurechnung kraft Organisationspflichtverletzung	217
	1. Zurechnung in der Einzelgesellschaft	217
	2. Zurechnung im Konzern	218
V.	Systembildende Bewertung der Zurechnungslehre	220
	1. Einführung	220
	2. Bedeutung der Wissensnormen	220
	a) Wissensnormen als Anwendungsfeld der Wissenszurechnung	220
	b) Typologie der Wissensnormen	221
	c) Zwecksetzung der Wissensnormen	221
	d) Wirkung der Wissensnormen	223
	3. Zurechnungsgrund	224
	a) Verkehrsschutz/Verkehrsinteresse	224
	b) Vertrauensschutz	225
	c) Gleichstellungsargument	226
	d) Risikoprinzip	227
	e) Sanktionsgedanke und Verhaltenssteuerung	228
	f) Einordnung und Bewertung	229
	aa) Berechtigung des Vertrauens	229
	bb) Risikoprinzip und Verhaltenssteuerung	230
	4. Dogmatische Erklärung ohne positiv-rechtliche Determination	232
	a) Die Untauglichkeit des § 166 BGB als Anknüpfungspunkt	232
	b) Die Untauglichkeit der Verhaltenszurechnungsnormen	233
	c) Die Untauglichkeit der Normen zur Regelung der Empfangszuständigkeit	235
	d) Haftungs- als Zurechnungsnormen?	236
	e) Fehlende Notwendigkeit eines Rückgriffs auf § 242 BGB	236
	f) Fazit: Richterliche Rechtsfortbildung im Lückenbereich	237
	5. Pflichtenqualität, -ursprung und -ausprägungen	238
	a) Pflichtenqualität	238
	b) Organisationspflichten des Unternehmens sowie seiner Geschäftsleiter	239
	aa) Spezialgesetzliche Compliancepflichten	239
	bb) Allgemeine Compliancepflicht	240
	cc) Informationsorganisationspflicht als Verkehrssicherungspflicht	241
	c) Individuelle Rechtspflichten von Organmitgliedern und Mitarbeitern	242

aa)	Grundsätze der Zurechnungsbegründung . . . . .	242
bb)	Pflichten von geschäftsführenden Organmitgliedern zur Offenbarung eigener Pflichtverletzungen . . . . .	246
cc)	Pflichten von geschäftsführenden Organmitgliedern zur Offenbarung privat erlangter Kenntnis . . . . .	250
dd)	Individuelle Rechtspflichten von Mitarbeitern . . . . .	251
d)	Rechtspflichten im Konzern bzw. Unternehmensverbund . . . . .	253
aa)	Einführung . . . . .	253
bb)	Zurechnung wegen der Verletzung konzernweiter Compliancepflichten . . . . .	254
(1)	Verletzung spezialgesetzlicher Compliancepflichten durch die Muttergesellschaft . . . . .	256
(2)	Art. 17 MAR im Besonderen . . . . .	256
(3)	Verletzung allgemeiner konzernweiter Compliancepflichten durch die Muttergesellschaft . . . . .	258
(4)	Keine konzernweiten Compliancepflichten der Tochtergesellschaft . . . . .	260
cc)	Pflichten der Tochtergesellschaft zur Informations- weiterleitung als Anknüpfungspunkt für eine Zurechnungsbegründung? . . . . .	260
6.	Schranken der Zurechnung . . . . .	261
a)	<i>Nemo-tenetur</i> -Grundsatz . . . . .	261
b)	Gesetzliche Verschwiegenheitspflichten und gesetzliche Informationsweitergabeverbote . . . . .	262
c)	Insiderverbot als Informationsweitergabeverbot . . . . .	262
d)	Vertragliche Verschwiegenheitspflichten . . . . .	264
e)	<i>Chinese walls</i> als Zurechnungsschranken . . . . .	266
f)	Safe-Harbour-Wirkung von Compliancesystemen . . . . .	266
7.	Folgerungen . . . . .	267
8.	Keine durchgreifenden Kritikpunkte am Zurechnungsmodell . . . . .	268
a)	Kein notwendiger Rückgriff auf die „klassische“ Organ- theorie . . . . .	268
b)	Gleichlauf von Wissen und Wissenmüssen . . . . .	269
c)	Systemkonsistenz und Widerspruchsfreiheit der Zurechnungslehre . . . . .	270
C.	Abgrenzung der Wissenszurechnung vom subjektiven Element inner- halb der Wissensnormen . . . . .	271
I.	Problemstellung . . . . .	271
II.	Arglist und Vorsatz trotz bloß zugerechneter Kenntnis? . . . . .	271
1.	Arglist im (vor)vertraglichen Bereich . . . . .	271
2.	Vorsatz im Deliktsrecht . . . . .	273
III.	Haftung für fehlerhafte <i>Ad-hoc</i> -Publizität als weiteres Beispiel einer notwendigen Unterscheidung . . . . .	273
D.	Aufklärungspflicht über Manipulationen . . . . .	274

I.	Vorvertragliche Aufklärungspflichten im Rahmen von <i>c.i.c.</i> und arglistiger Täuschung	274
1.	Informationsasymmetrie	276
2.	Erkennbar wesentliche Umstände	276
3.	Treu und Glauben und Verkehrssitte	278
II.	Aufklärungspflicht als Ausfluss einer vertraglichen Beratungspflicht	279
III.	Keine entgegenstehenden Ausschlussgründe	279
1.	Schutz vor einem Zwang zur Selbstbezeichnung	279
2.	Insiderrecht und sonstige Geheimhaltungspflichten als Schranken der Aufklärungspflicht?	280
E.	Wissensabhängige Folgen im Falle von Benchmark-Manipulationen durch Banken (Tatbestandsseite)	282
<b>§ 14</b>	<b>Deliktsrechtliche Folgen von Manipulationen – <i>private enforcement</i> im Unionsrecht bzw. im unionsrechtlich determinierten nationalen Recht</b>	285
A.	Anwendbarkeit des deutschen Rechts	285
B.	<i>Private enforcement</i> im Kapitalmarktrecht über § 823 Abs. 2 BGB	288
I.	Zivilrechtliche Haftung auf Basis der tradierten Schutzgesetzdogmatik des § 823 Abs. 2 BGB	289
1.	Individualschutzvermittelnde Normen	289
a)	Marktmanipulationsverbot des § 20a WpHG a.F.	289
b)	Marktmanipulationsverbot des Art. 15 MAR	291
c)	Vorschriften der BMR	293
2.	Vereinbarkeit mit dem haftungsrechtlichen Gesamtsystem	294
a)	Diskussionsstand	294
b)	Enge Möglichkeiten des Ersatzes primärer Vermögensschäden im deliktischen Schutzsystem	296
II.	Einwirkungen des Unionsrechts auf die tradierte Schutzgesetzdogmatik	298
1.	Marktmanipulationsverbot der MAR	299
a)	Gebot der effektiven Durchsetzung des Unionsrechts ( <i>effet utile</i> )	299
b)	Konkretisierende Rechtsprechung des EuGHs	300
c)	Gewaltenteilung und systematische Erwägungen	302
d)	Keine nachgewiesenen Effektivitäts- und Effizienzsteigerungen	304
aa)	Effektivere Rechtsdurchsetzung des Marktmanipulationsverbots durch private Schadensersatzklagen?	304
bb)	Gefahren eines <i>over enforcement</i> durch übermäßige Abschreckung	306
e)	Fazit: Keine Notwendigkeit einer abweichenden unionsrechtskonformen Auslegung oder einer teleologischen Reduktion	308
2.	Bestimmungen der BMR	308

C.	<i>Private enforcement</i> in den engen Grenzen des § 826 BGB	309
I.	Einführung	309
II.	Manipulationshandlungen als Verstoß gegen die guten Sitten im Verhältnis zum Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation	309
III.	Vorsatzerfordernis	310
D.	<i>Private enforcement</i> bei Benchmark-Manipulationen über § 831 BGB	312
E.	Fazit zu den deliktsrechtlichen Folgen	313
<b>§ 15</b>	<b>Schadensrechtliche Aspekte</b>	315
A.	Differenzschaden	315
I.	Differenzschaden beim Abschluss eines auf eine manipulierte Benchmark referenzierenden Vertrags	315
1.	Relevanz des Differenzschadens	315
2.	Haftungsausfüllende Kausalität und objektive Zurechnung	316
a)	Äquivalente Kausalität	316
b)	Keine Beschränkung durch normative Zurechnungslehren	318
aa)	Adäquanztheorie	318
bb)	Schutzzwecklehre	319
cc)	Reserveursachen	320
c)	Gesamtschadenszurechnung im Falle mehrerer manipulierender Banken	323
d)	Tatsächliche Nachweisprobleme und Lösungsmöglichkeiten	325
3.	Streuschäden als Durchsetzungshindernis	327
B.	Vertragsabschlussschaden	329
I.	Problemstellung	329
II.	Ersatz des Vertragsabschlusschadens als Rechtsfolge der c.i.c.	330
III.	Kein Erfordernis eines zusätzlichen Vermögensschadens	331
IV.	Friktionen des Nebeneinanders	333
C.	Vorteilsausgleichung	334
I.	Problemstellung	334
II.	Berücksichtigung vorteilhafter Manipulationen	335
1.	Vorteil aufgrund „ein und derselben“ Handlung	335
2.	Vorteil aufgrund mehrerer als „einheitliches Geschehen“ zu würdigender Handlungen	336
D.	Fazit zu den schadensrechtlichen Aspekten	339
	<i>5. Kapitel</i>	
	<b>Schluss</b>	340
<b>§ 16</b>	<b>Wesentliche Ergebnisse und Ausblick</b>	340
	<b>Literaturverzeichnis</b>	344
	<b>Sachwortverzeichnis</b>	386

## Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere Ansicht
a. E.	am Ende
a. F.	alte Fassung
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz/Absätze
AcP	Archiv für Civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
Allg.M.	Allgemeine Meinung
Alt.	Alternative
Anh.	Anhang
arg. con.	<i>argumentum e contrario</i>
ARSP	Archiv für Rechts- und Sozialphilosophie
Art.	Artikel
ASIC	Australian Securities and Investments Commission
AT	Allgemeiner Teil/Antitrust
Aufl.	Auflage
AVBFernwärmeV	Verordnung über Allgemeine Bedingungen für die Versorgung mit Fernwärme
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAG	Bundesarbeitsgericht
BAGE	Entscheidungen des Bundesarbeitsgerichts
BB	Betriebs Berater (Zeitschrift)
BBA	British Bankers' Association
BC	Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen und Controlling
Bd.	Band
Begr.	Begründer/Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof

BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BIS	Bank for International Settlements
BKR	Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht
BMR	Benchmark-Regulation
BörsG	Börsengesetz
BörsG-E	Börsengesetz-Entwurf
BR	Bundesrat
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
bzw.	beziehungsweise
c.i.c.	<i>culpa in contrahendo</i>
ca.	circa
CB	Compliance Berater (Zeitschrift)
CCP(s)	Central counterparty/counterparties
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CDS	Credit Default Swaps
CET	Central European Time
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CHF	Schweizer Franken
CISG	United Nations Convention on Contracts for the International Sale of Goods
COD	co-decision procedure
CODEC	coder-decoder
COM	Commission
CRD IV	Capital Requirements Directive IV
CRIM-MAD	Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insiderhandel und Marktmanipulation 2014/57/EU
CRR	Capital Requirements Regulation
CuR	Contracting und Recht (Zeitschrift)
d.	der
d. h.	das heißt
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
Der Konzern	Der Konzern (Zeitschrift)
ders.	derselbe

dies.	dieselbe/dieselben
DiskE	Diskussionsentwurf
DJT	Deutscher Juristentag
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DoJ	Department of Justice
dpa	Deutsche Presse-Agentur
DRiZ	Deutsche Richterzeitung
Drucks.	Drucksache
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DStR	Das deutsche Steuerrecht (Zeitschrift)
EBA	European Banking Authority
EBOR	Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECMH	efficient capital markets hypothesis
ECOFIN	Economic and Financial Minister
ed.	Edition
EG	Europäische Gemeinschaft
EGBGB	Einführungsgesetz zum BGB
Einf.	Einführung
Einl.	Einleitung
EMMI	European Money Markets Institute
EONIA	Euro OverNight Index Average
ErgLief.	Ergänzungslieferung
ESMA	European Securities Markets Authority
EU	Europäische Union
EuG	Gericht der Europäischen Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
EuGVVO	Verordnung über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen
EuInsVO	Europäische Insolvenzverordnung
EURIBOR	Euro InterBank Offered Rate
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EZB	Europäische Zentralbank
F.	Federal
f./ff.	folgende
F.A.Z.	Frankfurter Allgemeine Zeitung

FAQs	Frequently asked questions
FCA	Financial Conduct Authority
FED	Federal Reserve System
FG	Festgabe
FIBOR	Frankfurt InterBank Offered Rate
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
FSB	Financial Stability Board
FX&MM	Foreign Exchange & Money Market
G20	Gruppe der Zwanzig
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
gem.	gemäß
GesE	Gesetzentwurf
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau (Zeitschrift)
GroßKommAktG	Großkommentar zum Aktiengesetz
GroßKommGmbHG	Großkommentar zum GmbHG
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht (Zeitschrift)
GS	Gedächtnisschrift
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
h. M.	herrschende Meinung
Halbs.	Halbsatz
HGB	Handelsgesetzbuch
HIBOR	Hong Kong Inter-bank Offered Rate
Hrsg.	Herausgeber
i. d. F.	in der Fassung
i. d. S.	in diesem Sinne
i. S. d.	im Sinne der/des
i. V. m.	in Verbindung mit
IBA	IntercontinentalExchange Benchmark Administration

IBORs	InterBank Offered Rates
ICAP	Intercapital plc
ICE	IntercontinentalExchange
IKB	Deutsche Industriebank
InsO	Insolvenzordnung
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
JR	Juristische Rundschau (Zeitschrift)
JuS	Juristische Schulungen (Zeitschrift)
JW	Juristische Wochenschrift
JZ	JuristenZeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KAGB-E	Kapitalanlagegesetzbuch-Entwurf
KapMuG	Kapitalanlegermusterverfahrensgesetz
KG	Kammergericht
KMRK	Kapitalmarktrechts-Kommentar
KölnKommAktG	Kölner Kommentar zum Aktiengesetz
KölnKommWpHG	Kölner Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetzbuch
KommJur	Kommunaljurist (Zeitschrift)
Kreditwesen	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LAG	Landesarbeitsgericht
Lfg.	Lieferung
LG	Landgericht
LIBOR	London Interbank Offered Rate
lit.	Litera
LMA	Loan Market Association
Ltd.	Limited
m.N.	mit Nachweisen
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MAD I	Market Abuse Directive I
MaKonV	Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation
MAR	Market Abuse Regulation
MDR	Monatsschrift für Deutsches Recht
MEZ	Mitteleuropäische Zeit
MIBOR	Mumbai Inter-Bank Offer Rate
MiFID I	Markets in Financial Instruments Directive I
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II

MiFiR	Markets in Financial Instruments Regulation
Mio.	Millionen
MünchKommAktG	Münchener Kommentar zum Aktiengesetz
MünchKommBGB	Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
MünchKommHGB	Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch
MünchKommZPO	Münchener Kommentar zur Zivilprozessordnung
n. F.	neue Fassung
NJOZ	Neue Juristische Online Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungsreport
Nr.	Nummer(n)
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NYU	New York University
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung
NZKart	Neue Zeitschrift für Kartellrecht
OIS	Overnight Interest Swaps
OLG	Oberlandesgericht
OTC	Over the counter
PaPKG	Preisangaben- und Preisklauselgesetz
PIBOR	Paris InterBank Offered Rate
PRIIP	packaged retail and insurance-based investment products
PrKlG	Gesetz über das Verbot der Verwendung von Preisklauseln bei der Bestimmung von Geldschulden
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RegE	Regierungsentwurf
REMM	Resourceful-Evaluative-Maximizing-Model
RG	Reichsgericht
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
Rn.	Randnummer(n)
Rom I-VO	Verordnung (EG) Nr. 593/2008
Rom II-VO	Verordnung (EG) Nr. 864/2007
Rs.	Rechtssache
S.	Seite
S.D. Fla.	Southern District of Florida

S.D.N.Y.	Southern District of New York
SchVG	Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen
Second Circuit	United States Court of Appeals for the Second Circuit
SIBOR	Singapore Interbank Offered Rate
SIPIs	systemically important prices and indices
SJZ	Süddeutsche Juristenzeitschrift
Slg.	Sammlung der Rechtsprechung des Gerichtshofes und des Gerichts Erster Instanz
sog.	sogenannte(r)
Sonia	Sterling Overnight Index Average
STOXX EUR GC	STOXX® GC Pooling Indices
Supp.	Supplement
Syst.	System
TARP	Troubled Asset Relief Program
TIBOR	Tokyo Interbank Offered Rate
u. a.	und andere; unter anderem
UBS	UBS Group AG
Unterabs.	Unterabsatz
US	United States
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
v.	von/vom/vor
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VAG-E	Versicherungsaufsichtsgesetz-Entwurf
Var.	Variante
VersR	Versicherungsrecht (Zeitschrift)
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vorb.	Vorbemerkung(en)
Vorbem.	Vorbemerkung(en)
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WM/Reuters	World Markets/Reuters
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpHG-E	Wertpapierhandelsgesetz-Entwurf
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WSJ	The Wall Street Journal

WuW	Wirtschaft und Wettbewerb (Zeitschrift)
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZStW	Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft
ZVersWiss	Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft

# Einleitung

## § 1 Financial-Benchmarks als Untersuchungsgegenstand

### A. Die Manipulation von Financial-Benchmarks vor und während der Finanzkrise

„Versagen oder Zweifel in Bezug auf die Genauigkeit und Integrität von Indizes, die als Benchmarks verwendet werden, können das Marktvertrauen untergraben, Verbrauchern und Anlegern Verluste beschern und Verzerrungen der Realwirtschaft zur Folge haben.“

(Erwägungsgrund 1 der Verordnung (EU) 2016/1011)

Indizes haben als öffentliches Gut auf den internationalen Finanzmärkten eine herausragende Bedeutung. Sie tragen zur Steigerung der Markttransparenz bei, dienen als Benchmark für die Preisbestimmung zahlreicher Finanzinstrumente und -kontrakte und bilden eine Schablone für die Zusammensetzung fondsgebundener Anlageprodukte. Einer der bis heute meistgenutzten Benchmarks auf den internationalen Finanzmärkten ist der LIBOR. Seit 2008 kam zunehmend der Verdacht von Manipulationen des LIBOR durch Mitarbeiter global führender Banken auf, der sich schließlich im Jahr 2012 bestätigte. Wegen ihrer Mitwirkung an den Manipulationen des LIBOR mussten zahlreiche Finanzinstitute hohe Strafzahlungen an verschiedene europäische und US-amerikanische Aufsichtsbehörden leisten.<sup>1</sup> Seit 2012 werden nach und nach weitere Manipulationen anderer Financial-Benchmarks aufgedeckt. Neben dem EURIBOR – das auf den Euro bezogene Pendant zum LIBOR – wurden vor allem Benchmarks auf den Rohstoff- und Devisenmärkten über Jahre hinweg manipuliert.<sup>2</sup> Die Auswirkungen der Manipulationen auf die Welt-Volkswirtschaft sind noch nicht einmal im Ansatz vermessen. Betracht-

---

<sup>1</sup> Siehe näher unten § 3 II.2.

<sup>2</sup> Zu Manipulationen an Rohstoffbenchmarks etwa *Verstein*, Boston College Law Review 56 (2015), 215, 242 ff. Zu solchen an Devisenbenchmarks *IOSCO*, Forex Benchmarks, 2014. Zum Devisenskandal und etwaigen Folgen für die beteiligten Banken auch *Theurer/Plickert/Frühauf*, Notenbanker wollen Schadensersatz von der Deutschen Bank, F.A.Z. vom 18. Januar 2016; *Wetzel*, Nichts für schwache Nerven, Süddeutsche Zeitung vom 23. September 2015.

tet man aber alleine die Volumina der auf den LIBOR und den EURIBOR referenzierenden Finanzinstrumente von geschätzt ca. 370 Billionen Euro<sup>3</sup> sowie den durchschnittlichen täglichen Umsatz auf dem Devisenmarkt von ca. vier Billionen Euro<sup>4</sup>, so erscheinen Schätzungen von Fehlallokationen im Billionen-Euro-Bereich<sup>5</sup> nicht fernliegend.

Der europäische Gesetzgeber reagierte rasch nach dem Bekanntwerden des Ausmaßes der Manipulationen, indem er den sich damals noch im Entwurfsstadium befindenden Marktmanipulationstatbestand der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) präziserte, um auch Benchmark-Manipulationen eindeutig zu erfassen.<sup>6</sup> Daneben ist die strafrechtliche Ahndung der Manipulationshandlungen in vollem Gange.<sup>7</sup> Ferner haben weltweit Kartellaufsichtsbehörden wie die Europäische Kommission zwischen Händlern unterschiedlicher Banken getroffene Absprachen zur Manipulation von LIBOR und EURIBOR als Kartelle gewertet und mit der Verhängung hoher Bußgelder geahndet.<sup>8</sup>

Neben den kartell- und kapitalmarktaufsichtsrechtlichen Konsequenzen konkretisieren sich – angestoßen durch die G20-Konferenz und einen umfangreichen Regulierungsvorschlag der IOSCO – zudem die internationalen Bestrebungen, die Integrität von Benchmarks durch aufsichtsrechtliche Vorgaben zukünftig zu verbessern.<sup>9</sup> Diese Vorgaben zielen vor allem darauf ab, Interessenkonflikte zu vermeiden sowie die Qualität der Ermittlung von Benchmarks bzw. deren Eingabedaten sowohl auf Seiten der Benchmark-Administratoren<sup>10</sup> als auch auf Seiten der Benchmark-Kontributoren<sup>11</sup> zu steigern.<sup>12</sup> Einige Marktteilnehmer reagierten bereits auf diese Regulierung

---

<sup>3</sup> FSB, Interest Rate Benchmarks, 2014, S. 19.

<sup>4</sup> BIS, Triennial Central Bank Survey, 2013, S. 6.

<sup>5</sup> Rauterberg/Verstein, Yale Journal on Regulation 30 (2013), 101, 104.

<sup>6</sup> Zur Anpassung des europäischen Marktmanipulationsverbots § 10 C.

<sup>7</sup> Im Vereinigten Königreich wurde wegen der LIBOR Manipulationen gegen einen ehemaligen Händler der UBS sogar eine Haftstrafe von 14 Jahren verhängt. Siehe dazu *Slodczyk*, „Wenn du willst, kann ich den Zins auch senken“, Handelsblatt v. 6. Oktober 2015. Kürzlich wurden auch Strafverfahren wegen der Manipulationen des EURIBOR begonnen. Siehe *Thompson*, First Euribor-rigging trial opens in London Five former traders face charges of conspiracy to defraud, Financial Times v. 8. April 2018.

<sup>8</sup> Siehe dazu noch unten § 11 A. und B.

<sup>9</sup> Zu einem Überblick über internationale Regulierungsvorhaben siehe unten § 4. Zur Europäischen Benchmark-Verordnung siehe näher 2. Kapitel §§ 6–9.

<sup>10</sup> Das sind diejenigen Personen, die die Bereitstellung der Benchmark verantworten.

<sup>11</sup> Das sind diejenigen Personen, die die für die Ermittlung der Benchmark relevanten Informationen/Daten an die Benchmark-Administratoren liefern.

<sup>12</sup> Siehe dazu näher unten § 7 C.I. und II.

und haben ihre Tätigkeit auf transaktionsbasierte Benchmarks verlagert.<sup>13</sup> Die zum 30. Juni 2016 in Kraft getretene Verordnung (EU) 2016/1011 (BMR), die im Wesentlichen jedoch erst seit dem 1. Januar 2018 anwendbar ist, stellt – nach einigen Vorreiterrechtsakten etwa in Großbritannien – den ersten gesamteuropäischen Regulierungsrahmen für Benchmarks dar.<sup>14</sup>

Wegen der Omnipräsenz von Benchmarks auf den Finanzmärkten und der Wirkung, die sie auf zahlreiche privatrechtliche Rechtsverhältnisse nehmen, ist es überraschend, dass sich die rechtswissenschaftliche Diskussion bislang kaum mit ihnen befasst hat – jedenfalls nicht als Gegenstand einer umfassenden rechtlichen Untersuchung. Ähnlich wie bereits bei Ratings<sup>15</sup> war es damit erst eine Krise, die den Bedarf für eine rechtliche Auseinandersetzung mit Benchmarks offenbar werden ließ. Dieser besteht nicht nur mit Blick auf das Kapitalmarktaufsichtsrecht<sup>16</sup> und das Kartellrecht<sup>17</sup>, sondern vor allem mit Blick auf das Privatrecht<sup>18</sup>. Durch die Bezugnahme auf Benchmarks in Finanzkontrakten und -instrumenten wirkt sich eine Veränderung ebendieser nämlich auf die jeweiligen Vertragspflichten aus.

## B. Untersuchungsziel und -methode

Die meisten wissenschaftlichen Beiträge zur rechtlichen Aufarbeitung der Manipulationen bedeutender Financial-Benchmarks stammen bislang aus dem angloamerikanischen Schrifttum.<sup>19</sup> Das Anliegen der vorliegenden Un-

---

<sup>13</sup> *Mai*, AG 2015, R 295, insbesondere zur Verwendung der transaktionsbasierten STOXX EUR GC Pooling-Indices durch die EZB. Zudem haben zahlreiche Kontributoren inzwischen das EURIBOR-Panel verlassen (siehe unten § 2 D.II. und *Neubacher*, in: *Börsen-Zeitung* v. 7. September 2017 (Nr. 172), S. 3).

<sup>14</sup> Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2014/17/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, ABl. d. EU vom 29.6.2016, L 171/1. Siehe näher unten 2. Kapitel §§ 6–9.

<sup>15</sup> Dazu näher *Schroeter*, Ratings, 2014.

<sup>16</sup> Siehe unten § 10.

<sup>17</sup> Siehe unten § 11.

<sup>18</sup> Siehe näher 4. Kapitel §§ 12 ff.

<sup>19</sup> Siehe etwa *Bainbridge*, NYU Journal of Law & Business 9 (2013), 789; *Chiu*, Capital Markets Law Journal 11 (2016), 191; *Duffie/Stein*, Journal of Economic Perspectives 29 (2015), 191; *Fletcher*, Working Paper, 2016; *McConnell*, Journal of Operational Risk 8 (2013), 59; *O'Brien*, Seattle University Law Review 37 (2014), 375; *Rauterberg/Verstein*, Yale Journal on Regulation 30 (2013), 101; *Tabb/Grundfest*, Capital Markets Law Journal 8 (2013), 229; *Verstein*, Boston College Law Review 56 (2015), 215. Aus dem deutschsprachigen Schrifttum *Bausch/Wittmann*, WM