

Inhaltsverzeichnis

Einführung	21
I. Die zunehmende Bedeutung der Finanzanalyse für den Börsenhandel	21
II. Rechtliche Probleme im Zusammenhang mit der Tätigkeit der Finanzanalysten	22
1. Wertpapieranalyse und Investmentbanking	23
2. Wertpapieranalyse und informationelle Chancengleichheit	24
III. Gegenstand der Untersuchung	26
IV. Gang der Untersuchung	28

Erster Teil

Die Insider-Rechtslage nach dem WpHG 30

Erster Abschnitt

Der Insider-Rechtsrahmen für Emittentenvertreter 31

A. Analystengespräche und das insiderrechtliche Weitergabeverbot	31
I. Die Tathandlung: „Mitteilen“ oder „Zugänglich machen“	32
II. Befugnis zur Weitergabe	33
1. Abgrenzung allgemeines Verbrechensmerkmal/Tatbestandsmerkmal ..	33
2. Richtlinienkonforme Auslegung	35
a) Restriktive Auslegung	36
b) Extensive Auslegung	37
3. Einzelfallabwägung	37
a) Aspekte, die gegen eine befugte Weitergabe sprechen	38
b) Aspekte, die für eine befugte Weitergabe sprechen	39
III. Gespräche mit Finanzanalysten	41
IV. Zusammenfassung	43
B. Weitere potentielle Informationsschranken	43
I. Die Geheimhaltungspflicht gem. § 93 Abs. 1 S. 2 AktG	44
II. Die Gleichbehandlung bei Auskünften an Aktionäre	46
1. Pflicht zur umfassenden Unterrichtung der Aktionäre?	46
2. Bewertung und Kritik	47
3. § 131 Abs. 4 AktG als einzige Sanktion gegen informationelle Ungleichbehandlungen	49

4. Zwischenergebnis	50
III. Das Publikationsverbot gem. § 15 Abs. 3 S. 2 WpHG	50
1. Das Tatbestandsmerkmal der „Veröffentlichung“	51
a) Teleologische Auslegung	51
b) Systematische Auslegung	52
c) Wertung	53
2. Die Abgrenzung der Verbotstatbestände im einzelnen	55
IV. Zusammenfassung	56

Zweiter Abschnitt

Der Insider-Rechtsrahmen für Informationsintermediäre 56

A. Der insiderrechtliche Status der Informationsintermediäre	57
I. Kausalität zwischen Tätigkeit und Kenntniserlangung	59
1. Unmittelbarer Zugang	59
2. Vorhersehbarkeit der Kenntniserlangung	60
3. Näheverhältnis zum Emittenten	61
4. Bewertung der Vorschläge zur Einschränkung der Kausalität	62
II. „Bestimmungsgemäße“ Kenntnis	64
1. Die Richtlinienkonformität des Merkmals „bestimmungsgemäß“	64
a) Der Regelungsgehalt des Art. 2 Abs. 1 der Insider-Richtlinie	65
b) Grenzen der richtlinienkonformen Auslegung	66
2. Positive Bedeutung des Merkmals „bestimmungsgemäß“	69
a) „Bestimmtheit für jemanden“	70
aa) „Wille des Absenders“ oder „Empfängerhorizont“	70
bb) Kritische Bewertung	71
b) „Den Bestimmungen gemäß“	72
aa) Mitteilungs- und Auskunftspflichten	73
bb) Systematischer Zusammenhang mit § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG	74
(1) Auswirkungen für die Berufsgruppe der Finanzanalysten ..	75
(2) Kritische Bewertung	76
c) „Ihrer Bestimmung nach“	78
aa) Auswirkungen auf die Berufsgruppe der Finanzanalysten	79
bb) Bewertung des Auslegungsansatzes	81
III. Zusammenfassung	84
B. Der Haftungsumfang	84
I. Die Rechtsfolgen im Falle der Einordnung als Primärinsider	84
1. Verwertungsverbot gem. § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	85
2. Weitergabeverbot gem. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG	85
a) Fehlende Befugnis zur Weitergabe	86
b) Fehlende Möglichkeit zur Informationsveröffentlichung	87

3. Empfehlungsverbot gem. § 14 Abs. 1 Nr. 3 WpHG	89
II. Die Rechtsfolgen im Falle der Einordnung als Sekundärinsider	89
1. Verwertungsverbot gem. § 14 Abs. 2 WpHG	89
2. Die Teilnahmeregeln des Strafrechts	90
a) Einzelheiten zur Haftung gemäß §§ 26, 27 StGB	91
b) Vorschlag eines Haftungsausschlusses für Sekundärinsider	92
c) Kritik des Ausschlusses der Teilnahmeregeln für Sekundärinsider ..	93
d) Restriktive Auslegungsversuche	96
aa) Der Einwand des „sozialüblichen“ Verhaltens	96
bb) Der Einwand des fehlenden „voluntativen“ Vorsatzelements ..	98
cc) Wertung	99
III. Zusammenfassung	101

Dritter Abschnitt

Der Umfang des Insidertatsachenbegriffs

101

A. Das Merkmal „Insidertatsache“	101
I. Der Tatsachenbegriff	102
1. Ausgangspunkt	103
2. Vorhaben, Pläne und Absichten	103
3. Meinungen, Werturteile und subjektive Einschätzungen	105
a) Werturteile als Tatsachen aufgrund eines Tatsachenkerns	105
b) Werturteile als Tatsachen aufgrund der Verkehrsauffassung	106
c) Werturteile als Gegenstand einer abgegebenen oder beabsichtigten Erklärung	107
4. Exkurs: Das sogenannte „Scalping“	109
5. Gerüchte	111
6. Zusammenfassung und Bewertung	113
II. Nicht öffentlich bekannt	114
III. Bezug zu Emittenten bzw. Insiderpapieren	115
1. Emittentenbezogene Tatsachen	115
2. Wertpapierbezogene Tatsachen	116
3. Sogenannte Marktdaten	116
4. Verbleibende Bedeutung des Merkmals	117
IV. Erhebliches Kursbeeinflussungspotential	118
1. Eignung zur Kursbeeinflussung	119
2. Erheblichkeit der Kursbeeinflussung	120
a) Fixe Prozentgrenze	121
b) Variable Prozentsätze	123
c) Theorie des „Handlungsanreizes“	126
aa) Kritik an der Theorie des „Handlungsanreizes“	127

bb) Festhalten an der Theorie des „Handlungsanreizes“	128
(1) Mangelnde Praktikabilität alternativer Auslegungsvorschläge	129
(2) Fehlendes, rechtspolitisches Bedürfnis für den Ausschluß von Bagatellfällen	130
d) Stellungnahme	131
V. Zusammenfassung und Schlußfolgerungen	132
B. Die sogenannte „Mosaiktheorie“	133
I. Praktische Bedeutung der „Mosaiktheorie“	135
II. § 13 Abs. 2 WpHG als Ansatzpunkt für die rechtliche Beurteilung der Mosaiktheorie im deutschen Insiderrecht	137
III. Die Auswirkungen der Mosaiktheorie auf den Informationsübermittler ...	140
IV. Die Auswirkungen der Mosaiktheorie auf den Informationsempfänger ...	142
V. Zusammenfassung	143

Vierter Abschnitt

	Faktische Verbotswirkung	144
A. Der sogenannte „chilling effect“ des Insiderrechts		144
I. Ursachen für einen sogenannte „chilling effect“ des Insiderrechts		145
1. Fehlen eines objektiven Unwerturteils		146
a) Dolus eventualis		147
b) Das Vorsatzmerkmal im Strafprozeß		148
2. Vorgelagertes Ermittlungsverfahren		150
a) Niedrigere Verdachtsstufe		151
b) Die Ermittlungsbefugnisse im einzelnen		152
c) Gegenstand der aufsichtsrechtlichen Ermittlungen		154
d) Spannungsverhältnis zwischen dem nemo-tenetur-Grundsatz und den Mitwirkungspflichten im Verwaltungsverfahren		155
e) Strafprozessuale Verwertbarkeit von Erkenntnissen der Aufsichtsbehörde		158
3. Ausschließlich strafrechtliche Sanktionsandrohungen		160
a) Forderung nach einem differenzierteren Sanktionensystem		161
b) Stellungnahme zur Bedeutung des strafrechtlichen Subsidiaritätsprinzips		162
II. Einzelne Umfrageergebnisse		164
B. Zusammenfassung und abschließende Bewertung der Insiderrechtslage für Emittentenvertreter und Analysten		169

Zweiter Teil

Beurteilung der Rechtslage aus rechtspolitischer Sicht	174
A. Einführung	174
I. Der Stand der Diskussion	174
II. Verlauf der Prüfung	175
B. Die Argumentation gegen eine (insider-)rechtliche Privilegierung der Finanzanalysten	176
I. Mißbrauch der Kommunikationsbeziehungen	176
1. Die Arbeitsweise der Analysten	176
2. Kollusives Zusammenwirken von Emittenten und Analysten	178
3. Gründe für kollusives Zusammenwirken	179
a) Steigerung des „shareholder value“	179
b) Erhöhte Beachtung im Anlegerpublikum	179
c) Genauigkeit der Prognosen	180
d) Erfahrungen des US-amerikanischen Wertpapiermarkts	180
II. Die Auswirkungen auf den Kapitalmarkt	181
1. „Asymmetrische“ Informationsverteilung	181
2. Exkurs: Vergleichbarkeit mit den Auswirkungen von Insiderhandel	182
3. „Moral hazard“	183
III. Zusammenfassung	184
C. Die Argumentation für eine (insider-)rechtliche Privilegierung der Finanzanalysten	185
I. Die Preisbildung des Marktes unter Berücksichtigung der „Efficient Capital Market Hypothesis“	186
1. Die Börsenkurse als Ergebnis von Angebot und Nachfrage	186
2. Die drei Stufen der Informationseffizienz	187
a) Starke Form	187
b) Halbstarke Form	187
c) Schwache Form	188
3. Der „innere“ Wert bzw. der „rationale“ Preis eines Wertpapiers	189
a) Die sogenannte „Barwert“- bzw. „Dividend-Discount“-Methode	189
b) Risiko angepaßter Diskontierungsfaktor nach dem „Capital Asset Pricing Model“	190
c) Zusammenfassung	191
II. Die tatsächlichen Marktgegebenheiten	192
1. Meinungsstand und empirische Untersuchungen	192
a) Keine Zweifel an der Grundidee der ECMH	192
b) Uneinigkeit hinsichtlich des tatsächlichen Effizienzgrades	193
2. Gründe für die in der Praxis bestehenden Ineffizienzen	194
a) Dynamik der Wertentwicklung	195
b) Normativität der Wertentwicklung	195

c) Rationalität der Entscheidungspräferenzen	195
3. Fazit	196
III. Der Beitrag der Finanzanalysten zur Informationsverarbeitung	196
1. Zwei Voraussetzungen zur Verwirklichung der ECMH	197
a) Informationsbeschaffung und -auswertung	197
b) Informationsverarbeitung	199
2. Der tatsächliche Einfluß der Analystenempfehlungen auf die Anlageentscheidungen der Investoren	200
a) Die Rationalität der von Analysten erstellten Gewinnprognosen ...	200
b) Der Signalgehalt der Anlageempfehlungen von Finanzanalysten ..	201
IV. Der Einfluß des Insiderrechts auf den Beitrag der Finanzanalysten	202
1. Die Bedeutung persönlicher Unternehmensgespräche	202
a) Unternehmensinformationen als Hauptinformationsquelle	203
b) Unternehmensinformationen als Handlungsanreiz	204
2. Faktischer Zwang zur Offenlegung der Analyseberichte und -empfehlungen	206
V. Zusammenfassung	207
D. Exkurs: Gesetzliche Maßnahmen zur Verbesserung der (Informations-)Effizienz des Marktes	208
I. Das zweistufige System von Publizitäts- und Aufklärungspflichten	208
1. Die kapitalmarktbezogene Pflichtpublizität der Emittenten	209
2. Die Informations- und Aufklärungspflichten der Finanzintermediäre ..	210
II. Defizite des zweistufigen Systems von Publizitäts- und Informationspflichten	211
1. Defizite bei der kapitalmarktbezogenen Pflichtpublizität	212
a) Strukturbedingte Defizite	212
aa) Ungenügende Berücksichtigung des Adressatenhorizonts	213
bb) Keine Möglichkeit zur Rückkoppelung	214
b) Inhaltliche Defizite	215
aa) Mangelnde Zukunftsorientierung der Pflichtpublizität	215
bb) Umgekehrte Maßgeblichkeit gem. § 5 EStG	217
2. Defizite bei den Informations- und Aufklärungspflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Investmentgesellschaften	218
a) Wertpapierhandelsgesetz	218
aa) Aufklärung statt Beratung	218
bb) Möglichkeit zur Abbedingung	219
b) Die Informationspflichten der Investmentgesellschaften	220
III. Fazit	221
E. Abwägung der für und wider eine insiderrechtliche Privilegierung der Finanzanalysten angeführten Argumente	221
I. Kompromiß zwischen den sich widerstreitenden Interessen als optimale Lösung	221

II. Folgerungen aus der rechtspolitischen Betrachtung für das deutsche Recht	222
III. Übereinstimmung von rechtspolitischem Befund und kapitalmarktrechtlichem Regulierungskonzept	223
1. Die marktbezogene Regelungsperspektive des Kapitalmarktrechts	225
2. Die Regelungsziele des Kapitalmarktrechts	226
a) Funktionenschutz	226
aa) Institutionelle Effizienz	227
bb) Operationale Effizienz	227
cc) Allokative Effizienz	228
b) Anlegerschutz	229
3. „Trade-off“-Beziehungen zwischen den einzelnen Regelungszielen und Leitprinzipien des Kapitalmarktrechts (Antinomien im kapitalmarktrechtlichen Zielsystem)	230
4. Die „trade-off“-Beziehung zwischen „ökonomischer Effizienz“ und „Fairneß“	231
a) Der Konflikt zwischen Effizienz und Fairneß im Insiderrecht	232
b) Der Konflikt zwischen Effizienz und Fairneß bei der insiderrechtlichen Behandlung von Finanzanalysten	233
IV. Zusammenfassung	234

Dritter Teil

Beurteilung der Rechtslage aus rechtsvergleichender Sicht 236

Einführung	236
I. Funktion und Ziel des Rechtsvergleichs	236
II. Zum Gegenstand des Rechtsvergleichs	236
1. Sec. 16 SEA	237
2. Rule 14e-3	237
3. Rule 10b-5	238
4. Regulation FD	239
III. Zum Verlauf des Rechtsvergleichs	239

Erster Abschnitt

Insiderhandel als Wertpapier-Betrug i. S. von Rule 10b-5 240

A. Der Tatbestand von Rule 10b-5	240
I. Insiderhandel als „Betrug durch Unterlassen“	240
II. Erforderlichkeit einer Rechtsgrundlage	242
B. Die sogenannte „fiduciary duty“-theory	244
I. Die Treuepflichten des „klassischen Unternehmensinsiders“	245

II. Ausweitung der treuerechtlichen Pflichtenbindung auf sogenannte „temporary insiders“	245
III. Übertragung der treuerechtlichen Pflichtenbindung auf sogenannte „tippees“	246
IV. Bedeutung der „fiduciary duty“-theory für Finanzanalysten	248
1. Keine Informationsschranke zu Lasten des Emittentenvertreters	248
2. Kein Verwertungsverbot zu Lasten der Analysten	249
V. Bewertung	249
C. Die sogenannte „misappropriation“-theory	250
I. Rechtspolitischer Hintergrund	252
II. Berufliche Loyalitätspflichten	253
III. Andere, insbesondere familiäre Loyalitätspflichten	255
IV. Übertragung der Loyalitätspflichten auf Tipempfänger	256
V. Bedeutung der „misappropriation“-theory für Finanzanalysten	257
1. Keine Informationsschranke zu Lasten der Emittentenvertreter	257
2. Kein Verwertungsverbot zu Lasten der Analysten	259
a) Kein Treuebruch zu Lasten des Emittenten	259
b) Kein Treuebruch zu Lasten seines eigenen Arbeitgebers	260
VI. Bewertung	261

Zweiter Abschnitt

Die „Fair Disclosure“-Regelung 262

A. Das Verbot „selektiver“ Publizität	262
I. Der regelungspolitische Hintergrund der „Fair Disclosure“-Regelung	263
1. Die Position des <i>Supreme Court</i> in den achtziger Jahren	264
2. Der Standpunkt der SEC Ende der neunziger Jahre	265
II. Die „Fair Disclosure“-Regelung im einzelnen	268
1. Der Grundtatbestand der „Fair Disclosure“-Regelung	268
2. Tatbestandliche Einschränkungen	269
a) Bewußte oder unbewußte Informationsweitergabe	269
b) Eingeschränkter „Täterkreis“ auf seiten des Emittenten	270
c) Eingeschränkter „Täterkreis“ auf seiten der Informationsempfänger	271
d) Keine Anwendung der „Mosaiktheorie“	273
3. Wahlmöglichkeit beim Veröffentlichungsverfahren	274
4. Sanktionen bei Verstoß gegen Regulation FD	274
5. Kein Einfluß auf den Umfang des Insiderrechts	276
B. Bewertung des US-amerikanischen Insiderrechts	276
I. Erörterung und Vergleich einzelner Teilbestimmungen	277
1. Vergleich des Insider-Rechtsrahmens für Emittentenvertreter	277
a) Ähnlicher Verbotsumfang trotz konzeptioneller Unterschiede	277
b) Regelungsbesonderheiten im US-amerikanischen Recht	278

aa)	Die Möglichkeit zur Exculpation gem. Rule 100a Nr. 2	278
bb)	Keine strafrechtlichen Sanktionen	280
cc)	Mehrstufige Unternehmensentscheidungen	280
dd)	Rechtssicherheit hinsichtlich der sogenannten „Mosaik“-Theorie	281
2.	Vergleich des Insider-Rechtsrahmens für Finanzanalysten	281
3.	Vergleich der Pflichtenbindungen auf seiten der Analyseadressaten	282
II.	Gesamtbewertung	282
III.	Stellungnahme zur abweichenden Meinung von <i>Drygala</i>	284
1.	Niedrige Kurserheblichkeitsschwelle als Hauptkritikpunkt	284
a)	Rückgang freiwilliger Publizität auf seiten der Emittenten	285
b)	Anreizverluste auf seiten der Analysten	285
2.	Grundsätzliches zur Auffassung von <i>Drygala</i>	286
3.	Die Ausgangsprämisse von <i>Drygala</i>	287
a)	Unterschiedliche Definitionen des Merkmals „kurserheblich“	287
b)	Ungeklärte Auslegungsfragen	288
c)	Argumente, die für eine Vergleichbarkeit der Erheblichkeitsschwellen im US-amerikanischen und deutschen Insiderrecht sprechen	290
aa)	Indizien, die für die Wesentlichkeit/Kurserheblichkeit einer Information sprechen	291
bb)	Beispielskataloge für wesentliche/kurserhebliche Informationen	292
cc)	Aktuelle Auslegungstendenzen im deutsch/europäischen Insiderrecht	293
4.	Synthese	294

Vierter Teil

Konsequenzen für das deutsch/europäische Regelungssystem 295

A.	Einführung	295
B.	Verbesserungsvorschläge für das deutsch/europäische Insiderrecht	296
I.	Die Primär-/Sekundärinsider-Diskussion	296
1.	Kein effektiver Schutz vor drohenden Strafsanktionen	297
2.	Mangelnde Eignung für einen gerechten Ausgleich	298
3.	Keine bessere Kommunikationsbereitschaft der Emittentenvertreter	298
II.	Alternative Vorschläge	299
1.	Geeignete Ansatzpunkte für eine Einschränkung des insiderrechtlichen Verbotsrahmens	300
2.	Probleme tatbestandlicher Modifizierungen im Insiderrecht	301
3.	Konkretisierung und Eingrenzung des Insidertatsachenbegriffs	302
a)	Bestimmung der sogenannten „Kurserheblichkeitsschwelle“	303
aa)	Keine allgemeingültige Definition	304
(1)	Kauf- bzw. Verkaufsanreiz	304
(2)	Finanzmathematischer Ansatz	304

bb)	Fallgruppen für eine induktive Bestimmung der Kurserheblichkeitsschwelle	305
b)	Inhaltliche Begrenzung des Insidertatsachenbegriffs	306
c)	Rechtssicherheit bezüglich der Beurteilung der Mosaiktheorie	308
4.	Die Normierung zusätzlicher Haftungsfiter im Verbotstatbestand	309
a)	Zusätzliche Haftungsfiter für Emittentenvertreter	310
aa)	Streben nach persönlichem Sondervorteil	310
bb)	Verstoß gegen unternehmensinterne Compliance-Bestimmungen	311
cc)	Rücktritt bzw. Gelegenheit zur tätigen Reue	312
b)	Zusätzliche Haftungsfiter für Analysten	313
aa)	Kollusives Zusammenwirken	313
bb)	Streben nach persönlichem Sondervorteil	314
cc)	Veröffentlichungsverfahren	315
III.	Zusammenfassung und Bewertung	315
C.	Das Haftungskonzept des deutsch/europäischen Insiderrechts	316
I.	Vorbemerkung	317
II.	Die theoretischen Grundlagen des deutsch/europäischen Haftungskonzepts	318
1.	Der gedankliche Ausgangspunkt des Haftungskonzepts	319
2.	Konkretisierung des gedanklichen Ausgangspunkts	319
a)	Gleichstellung nur hinsichtlich des „Informationszugangs“	320
b)	Keine wirtschaftliche Gleichstellung	321
c)	Kein Abbau von Informationsasymmetrien	322
d)	Abgrenzung zur Ad-hoc-Publizität	323
III.	Die gesetzlichen Grundlagen der Haftungstheorie	324
1.	Der Sekundärinsiderbegriff	324
a)	Einwand von <i>K.-P. Weber</i>	325
b)	Erwiderung	326
2.	Die Insiderinformation im deutsch/europäischen Insiderrecht	327
a)	Der Einwand von <i>K.-P. Weber</i>	329
b)	Erwiderung	330
IV.	Unsachgemäße, im (scheinbaren) Widerspruch zur Haftungstheorie stehende Regelungselemente	331
1.	Die Definition des Primärinsiderkreises	331
a)	Der Bezug zum Emittenten bzw. zu einer sonstigen Informationsquelle	332
b)	Differenzierung zwischen Primär- und Sekundärinsider	333
c)	Entkräftung der (scheinbaren) Widersprüche	335
2.	Adressatenkreis des Weitergabe- und Empfehlungsverbots	338
a)	Widerspruch zum europäischen Haftungskonzept?	339
b)	Vergleich mit anderen Haftungstheorien	340
c)	Erklärungsversuche	341
V.	Zusammenfassung	342

D. Kritische Erörterung des deutsch/europäischen Haftungskonzepts	342
I. Fehlen einer optimalen Insiderregelung	343
II. Die Stärke der deutsch/europäischen Haftungstheorie	343
III. Die Schwäche der deutsch/europäischen Haftungstheorie	345
IV. Vereinbarkeit von tatbestandlichen Modifizierungen	346
1. Das Weitergabeverbot als Vorfeldtatbestand	347
2. Die befugte Weitergabe als Ausnahmetatbestand	348
3. Das Verhältnis von Weitergabe- und Empfehlungsverbot	349
4. Schlußfolgerung	350
V. Lösbarkeit von Folgeproblemen	351
1. Teilnahmestrafbarkeit für Emittentenvertreter und Analysten	351
2. Verwertungsprobleme für Auftraggeber und Kunden	351
3. Ergebnis	352
Literaturverzeichnis	353
Sachverzeichnis	372