

Ulrich L. Göres

Interessenkonflikte von Wertpapierdienstleistern
und -analysten bei der Wertpapieranalyse

BrV 23

Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung

herausgegeben von

Walther Hadding, Mainz

Klaus J. Hopt, Hamburg

Herbert Schimansky, Karlsruhe

Band 23

De Gruyter Recht · Berlin

Ulrich L. Göres

**Interessenkonflikte
von Wertpapierdienstleistern
und -analysten bei der
Wertpapieranalyse**

Eine Darstellung und Würdigung der gesetzlichen
und berufsständischen Regelungen
in den Vereinigten Staaten von Amerika
und der Bundesrepublik Deutschland unter Einbeziehung
der europäischen Ebene



De Gruyter Recht · Berlin

Dr. *Ulrich L. Göres*, z. Zt. Referendar am Landgericht Krefeld

© Gedruckt auf säurefreiem Papier, das die US-ANSI-Norm über Haltbarkeit erfüllt.

ISBN 3-89949-138-6

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

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

© Copyright 2004 by De Gruyter Rechtswissenschaften Verlags-GmbH, D-10785 Berlin
Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

Datenkonvertierung/Satz: WERKSATZ Schmidt & Schulz GmbH, Gräfenhainichen

Druck und buchbinderische Verarbeitung: Hubert & Co, Göttingen

Umschlaggestaltung: Angela Dobrick, Hamburg

Diese Arbeit ist meinen Eltern, Manfred und Ingelore Göres, gewidmet. Meinem Papa, der am 2. Juni 1993 verstorben ist und die Fertigstellung nicht mehr erleben durfte sowie meiner Mom, die mich während meines gesamten Studiums, der Bearbeitungszeit dieses Themas und des Referendariats stets und vorbehaltlos unterstützt hat.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2003 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Westfälischen Wilhelms-Universität zu Münster als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur konnten grundsätzlich bis September 2003 berücksichtigt werden. Tag der mündlichen Prüfung war der 22. Juli 2003.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Dr. h.c. Kollhoser, der mir die Bearbeitung dieses Themas ermöglicht, mich während der Bearbeitungszeit als wissenschaftlicher Geschäftsführer der Münsterischen Forschungsstelle für Versicherungswesen von April 2001 bis Juni 2003 beschäftigt hat und dem ich über diese Arbeit hinaus viel zu verdanken habe.

Weiterer Dank gilt Herrn Prof. Dr. Saenger für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Den Herausgebern der Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung schulde ich Dank für die Aufnahme der Arbeit.

Schließlich möchte ich mich bei dem ehemaligen Global Compliance Officer der Deutschen Bank, Herrn Dr. Dieter Eisele sowie dem jetzigen stellv. Leiter Compliance, Region Deutschland/Mittel- und Osteuropa, Herrn Dr. Stefan Gebauer, bedanken, die es mir während einer zweimonatigen Tätigkeit von August bis September 2002 als Doktorand bei der Deutschen Bank AG in Frankfurt a.M. ermöglicht haben, praktische Einblicke zu erhalten und wertvolle Anregungen gegeben haben.

Großer Dank gilt auch Herrn Michael Bartsch, Executive Director und Compliance Officer bei Goldman, Sachs & Co., Frankfurt a.M., der mit viel Engagement die Arbeit durchgesehen und hilfreiche Anregungen aus der beruflichen Praxis gegeben hat.

Ferner habe ich Herrn Padberg, dem Group Compliance Officer der WestLB AG, Düsseldorf, in dessen Abteilung ich den Umsetzungsprozess der Analystenregelungen als Doktorand während meines Referendariats von Februar bis August 2003 weiter verfolgen und mitgestalten durfte, zu danken.

Abschließend gilt mein Dank meiner Schwester Cordula und meiner Freundin Daniela Gierse, die die Arbeit ebenfalls durchgesehen und zum sprachlichen Gelingen der Arbeit beigetragen haben.

Düsseldorf, im September 2003

Ulrich L. Göres

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Abkürzungsverzeichnis	XXXIII
Literaturverzeichnis	XXXVII
Erläuterungen der wichtigsten Begriffe	LXV
A. Einführung	1
I. Situation in der Bundesrepublik Deutschland	1
II. Die europäische Ebene	9
III. Situation in den Vereinigten Staaten von Amerika	14
B. Gang der Untersuchung	24
C. Allgemeines	25
I. Entwicklung des Research	25
II. Die Rolle der Analysten im Kapitalmarkt	27
III. Arten von Analysten	30
1. Buy-side Analysten	30
2. Sell-side Analysten	31
3. Unabhängig arbeitende Analysten	32
4. Übergangsbereiche	32
IV. Interessenkonflikte	32
1. Begriff des Interessenkonfliktes	33
2. Interessenkonflikte durch Geschäftsinteressen ihrer Arbeitgeber	33
3. Koppelung der Bezahlung des Gehalts des Analysten an die Entwicklung des Investmentgeschäfts	48
4. Eigene Interessen des Analysten	50
5. Druck von außen	53
6. Wahrnehmung der Sell-side Analysten in der Öffentlichkeit	60
7. Weitere Misstände	62
D. Mechanismen im Umgang mit Interessenkonflikten	80
I. Grundsätzliche Mechanismen im Umgang mit Interessenkonflikten	80
1. Wettbewerb	80
2. Vermeidung durch Abstandnehmen	80
3. Offenlegung der Interessen bzw. -konflikte des Wertpapierdienstleistungsunternehmens und des Analysten	81
4. Trennung von Geschäftsbereichen	81

5. Konkretisierung der Verhaltenspflichten der Analysten durch Verhaltenskodizes (hausintern, branchenweit, Börsen- und andere Selbstverwaltung)	87
6. Verbote	87
II. Lösungsmöglichkeiten für einzelne Interessenkonflikte	87
1. Interessenkonflikte auf Grund von Geschäftsinteressen der Wertpapierdienstleister	87
2. Eigene Interessen des Analysten	97
3. Druck von außen	99
4. Einführung eindeutiger Verhaltensregeln	100
E. Die Situation in den USA	103
I. Überblick: Rechtsgrundlagen und Akteure des Kapitalmarktrechts	103
1. Rechtsgrundlagen	103
2. Marktintermediäre	106
II. Verhaltensregeln	107
1. Research v. Anlageempfehlungen	107
2. Produktbezogene Sorgfaltsflicht (duty of care)	108
3. Aufklärungspflichten (Disclosure rules)	108
III. Gesetzliche Vorschriften	109
1. Securities Act Section 17(a) und Exchange Act Section 10(b) und 15(c) und Rules 10b-5 und 15 c1-2	109
2. Sarbanes-Oxley Act	111
3. Regelungen (rules) der Securities Exchange Commission (SEC)	115
4. Self Regulatory Organisations (SRO Rules der NASD und NYSE)	121
5. Vorläufiger Vergleich der Aufsichtsbehörden mit bestimmten Banken	166
IV. Erläuterungen der SEC	171
V. Berufsverbänd	171
1. Securities Industry Association (SIA)	172
2. Association for Investment Management and Research (AIMR)	175
F. Europäische Vorgaben	180
I. EU-Marktmissbrauchsrichtlinie, Art. 6 Abs. 5	180
II. Arbeitspapier der Europäischen Kommission zu den technischen Durchführungsmaßnahmen für Art. 6 Abs. 5 der Marktmissbrauchsrichtlinie	180
1. Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsrichtlinie	181
a) Sachlicher Anwendungsbereich des Art. 6 Abs. 5	181

Inhaltsübersicht	XI
b) Persönlicher Anwendungsbereich des Art. 6 Abs. 5	184
2. Gesamtbewertung des Arbeitspapiers der Europäischen Kommission zu den technischen Durchführungsmaßnahmen für Art. 6 Abs. 5 der Marktmissbrauchsrichtlinie	204
G. Gesetzliche Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Bezug auf Research in der Bundesrepublik Deutschland	206
I. Rechtslage vor dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz	206
1. Analysten innerhalb von Wertpapierdienstleistungsunternehmen	206
2. Analysten außerhalb von Wertpapierdienstleistungsunternehmen	209
II. Nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz	210
1. Wortlaut des § 34b WpHG	210
2. Regelungsbereich des § 34b WpHG	211
3. Einschränkungen der Offenlegungspflichten	279
4. Anregungen	284
H. Deutsche Börse AG – Going-Public-Grundsätze	289
I. Rechtscharakter	289
II. Entwicklung bis zur Einführung der Going-Public Grundsätze	290
III. Inhalt der Going-Public Grundsätze	291
1. Einführung einer Quiet Period	292
2. Einführung einer Black out-Period für Wertpapieranalysen	293
3. Anregungen	295
I. Berufsverbände	296
I. Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA)	296
1. Kodex für die Berufsausübung der Finanzanalysten der DVFA	296
2. DVFA-Standards für Researchberichte am Neuen Markt	306
II. German Association of Investment Professionals (GAIP)	307
J. Grundsaterklärung der IOSCO zum Umgang der Wertpapieraufsichtsbehörden und anderen Institutionen für den Umgang mit Interessenkonflikten, denen Sell-side Analysten ausgesetzt sind	308
I. Grundsätze	308
II. Zur Umsetzung der Grundsätze erforderliche Maßnahmen	309
III. Bewertung	311

K. Entwicklungen	312
I. Unabhängige Research-Analysen	312
II. Verbesserung der Qualität von Analysen durch neutrale Performance-Messungen	312
L. Zusammenfassung	313

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Abkürzungsverzeichnis	XXXIII
Literaturverzeichnis	XXXVII
Erläuterungen der wichtigsten Begriffe	LXV
A. Einführung	1
I. Situation in der Bundesrepublik Deutschland	1
II. Die europäische Ebene	9
III. Situation in den Vereinigten Staaten von Amerika	14
B. Gang der Untersuchung	24
C. Allgemeines	25
I. Entwicklung des Research	25
II. Die Rolle der Analysten im Kapitalmarkt	27
III. Arten von Analysten	30
1. Buy-side Analysten	30
2. Sell-side Analysten	31
3. Unabhängig arbeitende Analysten	32
4. Übergangsbereiche	32
IV. Interessenkonflikte	32
1. Begriff des Interessenkonfliktes	33
2. Interessenkonflikte durch Geschäftsinteressen ihrer Arbeitgeber	33
a) Interessenkonflikte bei Emission	34
aa) Missbrauch der Research-Abteilung als Marke- tinginstrument für die Investmentbanking- Abteilung, um neue Kunden anzuziehen	35
bb) Missbrauch der Research-Abteilung als Ver- kaufsarm für die Investmentbanking Abteilung	36
(1) Die Platzierung im Festpreismodell	37
(2) Die Platzierung im Bookbuilding-Verfahren	38
b) Interessenkonflikte bei enger finanzieller und perso- neller Zusammenarbeit und Verflechtung	41
c) „Kurspflege“	42
d) Interesse der Kreditinstitute im Zusammenhang mit dem Absatz eigener Wertpapiere, Geldmarktinstru- mente, Derivate	42
e) Kundenbeziehungen zum analysierten Unternehmen	42

f) Konfligierende Interessen von verschiedenen Abteilungen des Wertpapierdienstleisters	44
g) Firmenaktien oder Anteilsbesitz am analysierten Unternehmen	46
h) Interesse des Kreditinstituts an Gebühren	47
3. Koppelung der Bezahlung des Gehalts des Analysten an die Entwicklung des Investmentgeschäfts	48
4. Eigene Interessen des Analysten	50
a) Eigener Aktienbesitz	50
b) Einlagen in Start-up Unternehmen/Mitarbeiteraktienpools	51
c) Persönliche Geschäftsbeziehungen, u.a. Beratertätigkeit für das analysierte Unternehmen	52
d) Persönliche Aufstiegschancen	53
5. Druck von außen	53
a) Druck von institutionellen Investoren	53
b) Druck von Emittenten und analysierten Unternehmen	54
c) „Herdenverhalten“ der Analysten bedingt durch Erwartungen der Privatanleger	58
6. Wahrnehmung der Sell-side Analysten in der Öffentlichkeit	60
7. Weitere Missstände	62
a) Handeln entgegen der eigenen Empfehlung	62
b) Nichtbefolgung von Regeln der self regulatory organisations (sog. SRO Rules)	63
c) Missverhältnis zwischen Kauf- und Verkaufsempfehlungen	63
d) Die unklare Bezeichnung der in den Empfehlungen geäußerten Urteile	66
e) Booster-shots	77
f) Einstellen des Coverage	77
V. Fazit	78
D. Mechanismen im Umgang mit Interessenkonflikten	80
I. Grundsätzliche Mechanismen im Umgang mit Interessenkonflikten	80
1. Wettbewerb	80
2. Vermeidung durch Abstandnehmen	80
3. Offenlegung der Interessen bzw. -konflikte des Wertpapierdienstleistungsunternehmens und des Analysten	81
4. Trennung von Geschäftsbereichen	81

a) Auf Branchenebene	81
b) Bankintern (Chinese Walls, räumliche Trennung, Organisation des Informationsflusses)	83
c) Keine Analystenempfehlungen über ein Unter- nehmen, zu dem sein Arbeitgeber, d. h. die Bank, Investmentbanking-Beziehungen unterhält	85
5. Konkretisierung der Verhaltenspflichten der Analysten durch Verhaltenskodizes (hausintern, branchenweit, Börsen- und andere Selbstverwaltung)	87
6. Verbote	87
II. Lösungsmöglichkeiten für einzelne Interessenkonflikte	87
1. Interessenkonflikte auf Grund von Geschäftsinteressen der Wertpapierdienstleister	87
a) Missbrauch der Analysten als Arm des Investment- banking	88
aa) Vertragliche Zusicherung von vorteilhaftem Research	88
bb) Teilnahme von Analysten an Investment- banking-Aktivitäten (z. B. Road-Shows)	88
b) Mangelnde Unabhängigkeit der Research-Abteilung vom Investmentbanking	89
c) Anteilsbesitz am analysierten Unternehmen	90
d) Eigenhandel der Wertpapierdienstleister	90
e) Vergütung durch den Kunden	90
f) „Kurspflegemaßnahmen“ durch positive Research- Studien	91
g) Vertragliche Beziehungen zum Emittenten der analysierten Wertpapiere	91
aa) Tätigkeit als Market-Maker oder als Designated Sponsor	91
bb) Beteiligung an der Emission	91
(1) Hinweis auf die Tätigkeit als Konsortial- mitglied	91
(2) Erstellung von Research in der ersten Phase nach der Platzierung	92
h) Koppelung der Bezahlung des Gehalts der Analysten an die Entwicklung des Investmentgeschäfts, d. h. an den Emissions-Erfolg der beurteilten Aktie und des M & A Geschäfts	95
2. Eigene Interessen des Analysten	97
a) Eigener Aktienbesitz und Eigenhandel in den analy- sierten Werten	97

b) Persönliche Geschäftsbeziehungen zum analysierten Unternehmen	99
3. Druck von außen	99
a) Nachprüfung eines Research-Reports durch den Emittenten, der Gegenstand des Research-Reports ist	99
b) Vorherige Benachrichtigung des analysierten Unternehmens von einer Rating-Änderung	99
4. Einführung eindeutiger Verhaltensregeln	100
a) Mindeststandards für die Verbreitung von Studien/Research-Ergebnissen	100
b) Richtlinien für die Erstellung und Verbreitung von Research-Studien und Empfehlungen	100
c) „Halten/Kaufen/Verkaufen“-Liste	101
d) Bewertungssystem	101
e) Leitsätze für Mitarbeitergeschäfte	101
f) Erstellung eines Abschlussberichts bei der Einstellung des Researchs	101
E. Die Situation in den USA	103
I. Überblick: Rechtsgrundlagen und Akteure des Kapitalmarktrechts	103
1. Rechtsgrundlagen	103
2. Marktintermediäre	106
II. Verhaltensregeln	107
1. Research v. Anlageempfehlungen	107
2. Produktbezogene Sorgfaltsflicht (duty of care)	108
3. Aufklärungspflichten (Disclosure rules)	108
III. Gesetzliche Vorschriften	109
1. Securities Act Section 17(a) und Exchange Act Section 10(b) und 15(c) und Rules 10b-5 und 15 c1-2	109
2. Sarbanes-Oxley Act	111
a) Historie	111
b) Inhalt von Section 15 D des Sarbanes-Oxley Act	112
aa) Stärkung der Unabhängigkeit der Analysten	112
bb) Black-out periods	113
cc) Generalklausel	113
dd) Veröffentlichungspflichten	113
c) Bewertung von Section 15 D des Sarbanes-Oxley Act	114
3. Regelungen (rules) der Securities Exchange Commission (SEC)	115
a) Regulation Analyst Certification	116

aa) Anwendungsbereich	116
(1) Persönlicher Anwendungsbereich	116
(a) Anwendung des Regulation AC auf Research einer ausländischen juristi- schen Person und deren verbundener Unternehmen	116
(b) Medien	117
(2) Sachlicher Anwendungsbereich	117
bb) Erklärungen in Bezug auf Research- Studien	118
cc) Vom Analysten zu erfüllende Formalien bei öffentlichen Auftritten	119
b) Bewertung des Regulation AC	120
4. Self Regulatory Organisations (SRO Rules der NASD und NYSE)	121
a) NASD 2711 bzw. NYSE Rule 472 n. F	122
aa) Inhalt	123
(1) Einschränkungen der Beziehung zwischen der Investmentbanking- und der Research- Abteilung	123
(a) Begriffsdefinitionen	125
(aa) Investmentbanking-Abteilung	125
(bb) Investmentbanking Dienst- leistungen	125
(cc) Mitglied des Haushaltes des Research-Analysten	125
(dd) Öffentlicher Auftritt	126
(ee) Research-Analyst	126
(ff) Research-Abteilung	127
(gg) Research-Report	127
(α) Grundsatz	127
(β) Ausnahmen	128
(hh) Analysiertes Unternehmen	129
(2) Restriktionen bezüglich des Informations- austauschs mit dem analysierten Emitten- ten	129
(3) Restriktionen bezüglich der Vorabinfor- mation des Emittenten über eine geplante Einschätzungsänderung	131
(4) Verbot der Teilnahme von Research-Ana- lysten an sog. bake-off meetings und sog. Pitches	131

(5) Verbot von bestimmten Vergütungssystemen für Research-Analysten	132
(6) Verbot des Bezuges von IPO Aktien	135
(7) Restriktionen des Eigenhandels von Research-Analysten	136
(8) Verbot der Zusicherung von vorteilhaftem Research	138
(9) Black-out period	139
(a) Regelungen bzgl. der Black-out period bis zum 9. Juli 2002	139
(b) Verlängerung der Black-out period ab dem 9. Juli 2002	139
(10) Regelungen bzw. der sog. Booster-shots	140
(11) Erstellung eines Abschlussberichts	141
(12) Offenlegung von Interessen und -konflikten	142
(a) Pflichten in Bezug auf die Verbreitung eigener Research-Reports	143
(aa) Offenlegungspflichtige Interessen und -konflikte des Mitglieds	143
(α) Beteiligung am Kapital der analysierten Unternehmen	143
(β) Market Maker	143
(γ) Beteiligung in einem Konsortium	144
(δ) Erhalten von Vergütungen für das Erbringen von Investmentbanking-Dienstleistungen	144
(ε) Kundenbeziehung des Mitglieds zum analysierten Emittenten	146
(φ) Vergütungen des Mitglieds für das Erbringen von Produkten und Dienstleistungen, die keine Investmentbanking-Dienstleistungen darstellen	146
(bb) Offenlegungspflichten auf Grund von Kundenbeziehungen und Vergütungen der Tochtergesellschaften	147

(α) Inhalt	147
(αα) Offenlegungspflichten des Mitglieds auf Grund positiver Kenntnis des Research-Analysten	147
(ββ) Offenlegungspflichten des Mitglieds auf Grund fahrlässiger Unkenntnis des Re- search-Analysten	148
(β) Würdigung	149
(cc) Offenlegungspflichtige Interessen und -konflikte des Research- Analysten	150
(α) Beteiligung des Research- Analysten oder eines Mit- glieds seines Haushalts am Kapital des analysierten Unternehmens	150
(β) Organfunktionen	150
(γ) Vergütung des die Studie erstellenden Analysten	150
(δ) Offenlegung anderer Interessenkonflikte	150
(αα) Vereinheitlichung der Adressaten der SRO- Regelungen	151
(ββ) Erkundigungspflichten des Analysten	151
(dd) Angaben in Bezug auf die Be- urteilung	151
(α) Bedeutung der Beurteilung	151
(β) Stand der Angaben	152
(γ) Vereinfachung des Be- urteilungssystems	152
(δ) Chartdarstellung	154
(ε) Kursziele	155
(ee) Art und Weise der Offen- legung	156
(α) Studie über ein Unter- nehmen	156

(β) Research-Reports über mehrere Unternehmen . . .	157
(b) Pflichten bei der Verbreitung von Dritten erstellten Research-Reports .	157
(c) Pflichten bei öffentlichen Auftritten .	158
(aa) Art und Weise der Offenlegung	158
(bb) Pflichtige Angaben	161
(d) Bewertung der Offenlegungspflichten	162
(13) Aufbewahrungs-/Aufzeichnungspflichten	163
(a) Aufbewahrungspflichten	163
(b) Aufzeichnungspflichten	163
b) Registrierungs-, Qualifizierungs- und Weiterbil- dungspflichten	164
aa) Registrierungspflichten	164
bb) Fortbildungspflichten	164
c) Überwachungsverfahren	164
d) Veröffentlichungspflichten auf Grund der NASD Rule 2210	165
5. Vergleich der Aufsichtsbehörden mit bestimmten Banken	166
a) Finanzielle Sanktionen	167
b) Im Vergleich vorgesehene strukturelle Reformen . .	169
c) Zusätzliche Offenlegungspflichten	170
d) Spinning	170
e) Berufsverbote.	171
IV. Erläuterungen der SEC	171
V. Berufsverbände	171
1. Securities Industry Association (SIA)	172
a) Inhalt	172
aa) Einschränkungen der Beziehung zwischen der Investmentbanking- und der Research- Abteilung	172
bb) Restriktionen bezüglich der Nachprüfung eines Research-Reports durch den bewerteten Emitteten	172
cc) Verbot von bestimmten Formen der Research- Analysten Bezahlung	172
dd) Verbot der Zusicherung von vorteilhaftem Research	173
ee) Restriktionen des persönlichen Handels von Research-Analysten	173
ff) Veröffentlichungspflichten	173

(1) Veröffentlichungen des Besitzes von Wertpapieren des Research-Analysten und der Mitglieder seines Haushalts	173
(2) Veröffentlichungspflichten von Beziehungen zum analysierten Unternehmen	174
(3) Angaben in Bezug auf das Rating	174
(a) Bedeutung der Beurteilung	174
(b) Kursziele	174
b) Bewertung	175
2. Association for Investment Management and Research (AIMR)	175
a) Allgemeines	175
b) Inhalt der AIMR Objectivity Standards	176
aa) Regelungen, die denen der SRO's entsprechen	176
(1) Trennung von Wertpapieranalyse und Investmentbanking	176
(2) Beziehungen zu den analysierten Unternehmen	176
(3) Ratingsysteme	176
(4) Offenlegung von Interessenkonflikten	177
(5) Abschlussbericht bei Einstellung des Research	177
(6) Ausschluss der Analysten bei Road-Shows	177
(7) Verbot der Beeinflussung von Analysten	177
bb) Weitergehende Regelungen	177
(1) Zugriff auf den vollständigen Research-Report	177
(2) Einbeziehung der Nachrichtenmedien	178
c) Beurteilung	178
F. Europäische Vorgaben	180
I. EU-Marktmissbrauchsrichtlinie, Art. 6 Abs. 5	180
II. Arbeitspapier der Europäischen Kommission zu den technischen Durchführungsmaßnahmen für Art. 6 Abs. 5 der Marktmissbrauchsrichtlinie	180
1. Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsrichtlinie	181
a) Sachlicher Anwendungsbereich des Art. 6 Abs. 5	181
aa) Inhalt	181
bb) Würdigung	182
b) Persönlicher Anwendungsbereich des Art. 6 Abs. 5	184
aa) Regelungen für den Ersteller von Analysen	185
(1) Formalien	185

(a)	Angabe der juristischen Person des Erstellers und des individuellen Erstellers der Studie	185
(aa)	Inhalt	185
(bb)	Würdigung	186
(b)	Sachkundiges, sorgfältiges und gewissenhaftes Erbringen der Analyse	186
(c)	Weitergehende Anforderungen für Finanzunternehmen	187
(aa)	Angabe der Materialquellen	187
(α)	Inhalt	187
(β)	Würdigung	187
(bb)	Angaben in Bezug auf die Anlageempfehlung	188
(α)	Bewertungsgrundlagen und Methoden	188
(β)	Bedeutung der Anlageempfehlung	188
(γ)	Häufigkeit der Empfehlung	188
(δ)	Ersterscheinungsdatum	188
(αα)	Inhalt	188
(ββ)	Würdigung	189
(2)	Allgemeiner Standard für die Offenlegung von Interessen und -konflikten	189
(a)	Inhalt	189
(b)	Würdigung	190
(3)	Zusätzliche Bedingungen für die Offenlegung von Interessen- oder -konflikten bei Veröffentlichungen von Empfehlungen durch ein Wertpapierhaus/ Kreditinstitut	191
(a)	Offenlegungspflichtige Interessenkonflikte des analysierenden Unternehmens	191
(aa)	Erhebliche Beteiligungen	191
(α)	Inhalt	191
(β)	Würdigung	191
(γ)	Zeitpunkt der Angabe der Beteiligung	192
(bb)	Sonstige nennenswerte finanzielle Interessen	193
(α)	Inhalt	193

	(β) Würdigung	193
(cc)	Betreuung der Wertpapiere des analysierten Unternehmens auf Grund eines Vertrages	193
(dd)	Beteiligung in einem Konsortium	194
	(α) Inhalt	194
	(β) Würdigung	194
(ee)	Vereinbarungen mit dem analysierten Emittenten über die Erbringung von Investmentbanking-Dienstleistungen	194
(ff)	Organisatorische oder verwaltungstechnische Vereinbarungen zur Verhinderung oder Vermeidung von Interessenkonflikten	195
	(α) Inhalt	195
	(β) Würdigung	195
(gg)	Verteilung der Ratings und Anlageempfehlungen	196
	(α) Inhalt	196
	(β) Würdigung	196
(b)	Offenlegungspflichtige Interessenkonflikte des an der Erstellung der Empfehlung beteiligten Beschäftigten	197
(aa)	Angabe von erhaltenen Vergütungen aus Investmentbanking-Geschäften	197
	(α) Inhalt	197
	(β) Würdigung	197
(bb)	Erhalt und Erwerb von Anteilen des Emittenten	198
(cc)	Weitere angabepflichtige Interessenkonflikte	198
	(α) Besitz von Wertpapieren des analysierten Unternehmens	198
	(β) Erhalt von Geschenken, die über das übliche Maß hinausgehen	199
	(γ) Beratungs- und andere Tätigkeiten des Research Analysten beim analysierten Unternehmen	199

bb) Regelungen für die Weitergabe der von Dritten erstellten Studien	199
(1) Regelungsentwurf der EU-Kommission für die Verbreitung einer Studie im Falle einer wesentlichen Änderung	200
(a) Inhalt	200
(b) Würdigung	200
(2) Regelungsvorschlag für die Verbreitung einer Studie	201
(a) Inhaltliche Veränderung der Analyse durch den Sekundäranalysten	201
(b) Keine wesentliche Veränderung der Analyse durch den Sekundär- analysten	202
(3) Weitere Pflichten im Regelungsentwurf der EU-Kommission, sofern der Verbrei- tende ein Wertpapierhaus oder ein Kredit- institut ist	203
(a) Inhalt	203
(b) Würdigung	203
2. Gesamtbewertung des Arbeitspapiers der Euro- päischen Kommission zu den technischen Durch- führungsmaßnahmen für Art. 6 Abs. 5 der Marktmiss- brauchsrichtlinie	204
G. Gesetzliche Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungs- unternehmen in Bezug auf Research in der Bundesrepublik Deutschland	206
I. Rechtslage vor dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz	206
1. Analysten innerhalb von Wertpapierdienstleistungs- unternehmen	206
a) Verbreitung von Research in der Öffentlichkeit	207
b) Research im Rahmen einer Wertpapier(neben)- dienstleistung	209
c) Research als vertragliche Hauptleistung	209
d) Fazit	209
2. Analysten außerhalb von Wertpapierdienstleistungs- unternehmen	209
II. Nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz	210
1. Wortlaut des § 34b WpHG	210
2. Regelungsbereich des § 34b WpHG	211
a) Persönlicher Anwendungsbereich	211

aa)	Wertpapierdienstleistungsunternehmen und verbundene Unternehmen	211
	(1) Wertpapierdienstleistungsunternehmen . .	211
	(2) Das verbundene Unternehmen	212
bb)	Interessenkonflikte zwischen Analysten, die bei Wertpapierdienstleistungsunternehmen beschäftigt sind und dem Unternehmen sowie seinen Kunden	214
cc)	Anwendung des § 34 b WpHG auf ausländische Unternehmen ohne Einschaltung eines in Deutschland als Zweigniederlassung oder Tochtergesellschaft errichteten Wertpapierdienstleistungsunternehmens	215
b)	Sachlicher Anwendungsbereich	217
aa)	Wertpapieranalyse	217
	(1) Der Begriff des Wertpapiers	217
	(2) (Wertpapier-) Analyse	218
	(a) Begriffsklärung	218
	(aa) Kommentarliteratur zu § 14 WpHG und § 10 KAGG	218
	(bb) Standesrichtlinien der DVFA	218
	(cc) Begriff der Wertpapieranalyse im SEA 1934 und im Regelwerk der NASD und NYSE	219
	(dd) Begriff der Wertpapieranalyse i. S. d. BAFin	219
(b)	Mündliche Äußerungen	220
	(aa) Einbeziehung mündlicher Äußerungen in den Anwendungsbereich des § 34 b Abs. 1 WpHG	220
	(bb) Art und Weise der Offenlegung der Interessen und -konflikte bei mündlichen Äußerungen	222
	(α) Gestaltung des Inhalts durch das Wertpapierdienstleistungsunternehmen	223
	(αα) Auftritte von Analysten im Fernsehen	223
	(ββ) Kurzinterviews und Kurzbeiträge	223
	(β) Gestaltung des Inhalts durch die Medien selbst	224

(cc) Sanktionierung bei Nichtveröffentlichung der zur Verfügung gestellten Inhalte durch die Medien	225
(c) Verschiedene Formen von Analysen und ihre Einordnung	226
(aa) Technische Analysen, insb. Chartanalysen	226
(bb) Analyse einer Branche	227
(cc) Volkswirtschaftliche Analyse	227
(dd) Marktkommentare	228
(ee) Market Reports	228
(ff) Börsen- und Marktinformationsbriefe	228
(gg) Berichte über Marktindices, Aktienkörbe oder Marktsektoren	229
(hh) Empfehlungen ohne nähere Begründung	229
(ii) Änderungen in der Beurteilung	230
(jj) Sekundäranalysen	231
(kk) Musterdepots und Übersichtstabellen	231
(ll) Präsentationen im Rahmen des Werbens um ein Mandat (sog. Pitching)	231
(mm) Produkt- bzw. Unternehmensbeschreibungen	232
(nn) Auf den Kunden abgestimmtes Research („Anlageberatung“)	232
bb) Zugänglich machen für Kunden, öffentlich verbreiten	233
(1) Zugänglich machen	233
(2) Öffentliches Verbreiten	233
(a) Interne Analysen	234
(b) Einstellen ins Internet	234
(3) Analysen Dritter	236
(a) Veröffentlichen unter fremden Namen	236
(b) Veröffentlichen unter eigenem Namen	237
(4) Dokumentationspflichten	238
cc) Sachkundiges, sorgfältiges und gewissenhaftes Erbringen	239

(1) Grundsatz der Richtigkeit und Vollständigkeit	239
(2) Grundsatz der Objektivität	240
(3) Grundsatz der Eindeutigkeit	241
(4) Grundsatz der Klarheit der Darstellung	241
dd) Offenlegung von Interessenkonflikten	241
(1) Art und Weise der Offenlegung	241
(2) Mehrfach verwandte Studien – Aktualisierungspflicht	244
ee) Regelbeispiele für Interessenkonflikte in § 34 b Abs. 1 S. 2 Nr. 1–3 WpHG	244
(1) Beteiligungen am Grundkapital der analysierten Gesellschaft (§ 34 b Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG)	245
(a) Der Begriff der Beteiligung in § 34 b Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG	245
(aa) Aktienrechtliche Mitteilungspflicht	245
(bb) Handelsrechtlicher Beteiligungsbegriff	245
(cc) Wertpapierrechtliche Meldepflicht	246
(dd) Sinn & Zweck des § 34 Abs. 1 WpHG	247
(b) Mitteilungspflichtige Beteiligungspositionen im Rahmen von § 34 b Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG	249
(aa) Kalkulation der Beteiligungshöhe beim Halten verschiedener Aktiegattungen	249
(bb) Halten von Aktien ausländischer Gesellschaften	250
(cc) Kapitalanlagegesellschaften und Vermögensverwaltung	251
(c) Stichtagsbezogenheit	253
(d) Art der Angabe der Beteiligung	253
(2) Beteiligung in einem Konsortium, das die zeitlich letzte Emission von Wertpapieren des analysierten Unternehmens in den letzten fünf Jahren übernommen hat (§ 34 b Abs. 1 S. 2 Nr. 2 WpHG)	254
(a) Der Begriff des Konsortiums	255

(aa) Übernahmekonsortien	255
(bb) Platzierungskonsortien	256
(cc) Selling-Group	256
(dd) Einbeziehung auch des einfachen Konsorten	257
(b) Zu berücksichtigende Zeitspanne . . .	258
(c) Anwendungsbereich des Regelbeispiels .	259
(3) Betreuung der Wertpapiere des analy- sierten Unternehmens auf Grund eines Vertrages mit dem Emittenten (§ 34 b Abs. 1 S. 2 Nr. 3 WpHG)	260
ff) Weitere von der BAFin als offenlegungspflichtig eingestufte Interessenkonflikte	261
(1) Offenlegung einer Netto-Verkaufsposition .	261
(2) Offenlegung des Handelsbestandes	263
(a) Begründung eines Interessenkonflikts .	264
(b) Pflicht zur Offenlegung	264
gg) Weitere Interessenkonflikte vergleichbar den Regelbeispielen des § 34 b Abs. 1 S. 2 Nr. 1–3 WpHG	266
(1) Organfunktionen	266
(a) Begründung eines Interessenkonflikts durch die Ausübung eines Aufsichts- ratsmandats	266
(b) Pflicht zur Offenlegung	267
(2) Erbringen von Investmentbanking- Dienstleistungen	270
(3) Kontoverbindung oder Kreditbeziehung zu dem analysierten Emittenten	270
(a) Interessenkonflikt	270
(b) Pflicht bzw. Recht des Kreditinstitutes zur Offenlegung	270
(4) Interessenkonflikte in der Person des tätigen Analysten	273
(5) Aufbau von eigenen Beständen	273
hh) Entsprechende Geltung von § 33 WpHG (§ 34 b Abs. 2 WpHG)	274
(1) Richtlinie des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel zur Konkretisie- rung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 Abs. 1 WpHG vom	

25. Oktober 1999 (sog. Compliance-Richtlinie)	275
(2) Mögliche Änderungen der derzeitigen Compliance Richtlinie	276
(a) Erweiterung des Anwendungsbereiches	276
(b) Informationsaustausch bei nicht verbreitetem/veröffentlichtem Research	276
(c) Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen des Informationsflusses und des Research-Clearings	276
(aa) Änderungen in der Einschätzung	277
(bb) Supervisory Analyst	277
(cc) Erstellung von Research Studien – Meldepflichten	277
(dd) „48 Stunden-Regel“	277
(d) Sicherung der Unabhängigkeit der Analysten	278
ii) Kompetenz der BAFin aus § 35 Abs. 6 S. 1 WpHG zum Erlass einer Auslegungsrichtlinie zu § 34b Abs. 1 WpHG	278
3. Einschränkungen der Offenlegungspflichten	279
a) Zulässigkeit der Beschränkung der Offenlegungspflichten	280
aa) Zulässigkeit der Beschränkung beim Discount-Broking	280
bb) Zulässigkeit der Beschränkung beim Verbreiten von Research	282
b) Reichweite der Beschränkbarkeit	284
4. Anregungen	284
a) Aufnahme der Wertpapieranalyse in den Kreis der Wertpapiernebenendienstleistungen	285
b) Ausdehnung der Offenlegungspflicht in § 34b Abs. 1 S. 1 WpHG auf Wertpapieranalysten	285
c) Festlegung eines zeitlich begrenzten Handverbots für Analysten	286
d) Ausdehnung des persönlichen Anwendungsbereiches des § 34b WpHG	286
e) Ergänzung des § 35 Abs. 6 WpHG um eine Kompetenz der BAFin für § 34b Abs. 1 WpHG	287
aa) Konkretisierung der Art und Weise der Veröffentlichungspflichten	287

bb) Konkretisierung der Angaben über die Eigenschaften, Risiken und andere erhebliche Umstände der empfohlenen Anlageform	287
H. Deutsche Börse AG – Going-Public-Grundsätze	289
I. Rechtscharakter	289
II. Entwicklung bis zur Einführung der Going-Public Grundsätze	290
III. Inhalt der Going-Public Grundsätze	291
1. Einführung einer Quiet Period	292
2. Einführung einer Black out-Period für Wertpapieranalysen	293
3. Anregungen	295
I. Berufsverbände	296
I. Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA)	296
1. Kodex für die Berufsausübung der Finanzanalysten der DVFA	296
a) Inhalt	296
aa) Anwendungsbereich	296
bb) Informationsbeschaffung	297
(1) Informationsaustausch mit Emittenten	297
(2) Würdigung	297
cc) Keine Vorabkontrolle der Researchberichte durch den Emittenten oder Dritten	298
dd) Erstellung der Analyse	298
(1) Kontrolle der Researchberichte im Wege der ‚Peer-Review‘	298
(2) Nennung des Verfassers	299
(3) Anlageempfehlungen und -urteile	299
(a) Grundsatz der Klarheit und Eindeutigkeit	299
(b) Potentieller Adressatenkreis	299
(c) Anregungen	299
ee) Veröffentlichung von Kurzfassungen	300
ff) Vermeidung von Interessenkonflikten	300
(1) Verbot des Eigenhandels für die Berufsangehörigen	300
(2) Verbot des Bezuges von „IPO-Aktien“	302
(3) Verbot des Eigenhandels für die mit dem Berufsangehörigen in einem Haushalt lebenden Personen	302

(4) Verbot des Erbringens von entgeltlichen Leistungen für den analysierten Emittenten	303
(5) Anregungen	303
gg) Offenlegung von Interessenkonflikten	304
(1) Offenlegung der wirtschaftlichen Verbindungen zum analysierten Unternehmen	304
(2) Offenlegung der Vergütung/sonstiger Vorteile	304
(3) Offenlegung von Tätigkeiten des Berufsangehörigen beim analysierten Unternehmen	305
hh) Art und Weise der Offenlegung von Interessenkonflikten	305
ii) Einstellung der Berichtstätigkeit	305
b) Würdigung	306
2. DVFA-Standards für Researchberichte am Neuen Markt	306
a) Offenlegung der wirtschaftlichen Verbindungen zum bewerteten Unternehmen	307
b) Publikation der verwendeten Bewertungsverfahren	307
II. German Association of Investment Professionals (GAIP)	307

J. Grundsatzklärung der IOSCO zum Umgang der Wertpapieraufsichtsbehörden und anderen Institutionen für den Umgang mit Interessenkonflikten, denen Sell-side Analysten ausgesetzt sind	308
I. Grundsätze	308
II. Zur Umsetzung der Grundsätze erforderliche Maßnahmen	309
1. Verbot des Eigenhandels für das analysierende Unternehmen und den Analysten in den analysierten Wertpapieren	309
2. Einschränkungen der Beziehung zwischen der Investmentbanking- und der Research-Abteilung	310
3. Einschränkung von bestimmten Vergütungssystemen für Research-Analysten	310
4. Verbot der Teilnahme von Analysten an Investmentbanking-Verkaufstechniken und entsprechenden Veranstaltungen	310
5. Verbot der Zusicherung von vorteilhaftem Research	310
6. Angabe hinsichtlich angebotener Entschädigungen oder anderer Vorteile	311
III. Bewertung	311

K. Entwicklungen	312
I. Unabhängige Research-Analysen	312
II. Verbesserung der Qualität von Analysen durch neutrale Performance-Messungen	312
L. Zusammenfassung	313
Sachregister	317

Abkürzungsverzeichnis

A.A.	Andere Ansicht
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
ADR	American Depository Receipt
AIMR	Association for Investment Management and Research
AktG	Aktiengesetz
AO	Abgabenordnung
Art.	Artikel
BAFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen
BAWe	Bundesaufsichtsamt für das Wertpapierwesen
BAnz.	Bundesanzeiger
Bd.	Band
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BRD	Bundesrepublik Deutschland
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management
BVK	Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken
CEO	Chief Executive Officer
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFO	Chief Financial Officer
CR	Zeitschrift Computer und Recht
CSFB	Credit Swiss First Boston
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktien Index
DLJ	Donaldson, Lufkin & Jenrette
DStR	Deutsches Steuerrecht, Wochenschrift für Steuerrecht, Wirtschaftsrecht und Betriebswirtschaft
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.
DZWir	Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (nunmehr: Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht)
EU	Europäische Union
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FESCO	Forum of European Securities Commissions
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
FSA	Financial Services Authority

FT	Financial Times
FTD	Financial Times Deutschland
GAIP	German Association of Investment Professionals
GS	Goldmann Sachs
HB	Handelsblatt
HGB	Handelsgesetzbuch
Hs.	Halbsatz
ICAA	Investment Association of America
i.d.	in der
inkl.	inklusive
insb.	insbesondere
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPO	Börsengang
i.S.d.	im Sinne des
JZ	Juristen Zeitung
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
Mio.	Million
Mill.	Milliarde
ML	Merrill Lynch
MMR	Zeitschrift für Informations-, Telekommunikations- und Medienrecht – MultiMedia und Recht
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
NASAA	North American Securities Administrators Association, Inc.
NASD	National Association of Securities Dealers Inc.
NEMAX	Neuer Markt Index
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-CoR	Computerreport der Neuen Juristischen Wochenschrift
NJW-Research-Report	Rechtsprechung-Report Zivilrecht der Neuen Juristischen Wochenschrift
n.r.	nicht rechtskräftig
N.Y.	New York
NYSE	New York Stock Exchange
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
Rdnr.	Randnummer
Regulation AC	Regulation Analyst Certification
RL	Richtlinie

S.	Seite
SdK	Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre e.V.
SEC	Security Exchange Commission
SIA	Securities Industry Association
SRO	Self Regulatory Organization
SSB	Salomon Smith Barney
StPO	Strafprozessordnung
u.a.	und andere
Unterabs.	Unterabsatz
usw.	und so weiter
u.U.	unter Umständen
v.	vom
vgl.	vergleiche
VuR	Verbraucher und Recht
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WSJ	Wall Street Journal
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bank- und Bankwirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis
ZKA	Zentraler Kreditausschuss

Literaturverzeichnis

- Ackman, Dan* One Really New Rule For Analysts,
http://www.forbes.com/2002/05/09/0509topnews_print.html. v. 05.09.2002, S. 1 (2)
(zitiert: Ackman, in: forbes.com v. 05.09.2002, S.)
- Ders.* Everyone Wants A Shot At The Analysts,
http://www.forbes.com/2002/05/01/0501analysts_print.html. v. 05.01.2002, S. 1
(zitiert: Ackman, in: forbes.com v. 05.01.2002, S.)
- Ders.* Trouble Brewing For Merrill Lynch v. 10.04.02, S. 1,
http://www.forbes.com/2002/04/10/0410topnews_print.html.
(zitiert: Ackman, forbes.com v. 10.04.2001, S.)
- Aktiengesetz* Aktiengesetz, Großkommentar, 3. Aufl., Berlin – New York, Erster Band,
2. Halbband, §§ 76–147, 1973
(zitiert: Bearbeiter, in: AktG, §, Anm.)
- Alcamo, Michael* SEC demands plain English disclosure, in: *International Financial Law Review*, November 1998, S. 17–21
(zitiert: Alcamo, *International Financial Law Review* 11/1998, S.)
- Alich, Holger* Was Analysten meinen, wenn sie „Kaufem“ sagen, in: *HB* v. 08.05.01,
Nr. 88, S. 46.
(zitiert: Alich, in: *HB* v. 08.05.01, Nr. 88, S. 46)
- Allen, F./Faulhaber, G.* Signaling by Underpricing in the IPO Market, *Journal of Financial Economics*, 23 (1989), S. 303–323.
(zitiert: Allen/Faulhaber, (1989), S.)
- American Bankers Association / ABA Securities Association* Comments of American Bankers Association and ABA Securities Association on SR-NASD-2002-21 and SR-NYSE-2002-09 v. 18.04.02, S. 1–4,
<http://www.sec.gov/rules/sro/nd200221ny200209/miller1.htm>.
(zitiert: Comments of American Bankers Association and ABA Securities Association v. 18.04.02, S.)
- American Bar Association* Comments of the American Bar Association on SR-NASD-2002-21 and SR-NYSE-2002-09 v. 30.04.02, S. 1–16
<http://www.sec.gov/rules/sro/nd200221ny200209/keller1.htm>.
(zitiert: Comments of the American Bar Association v. 30.04.02, S.)
- Antonoff, Alexander/Zschäpitz, Holger* Analysten bleiben notorische Optimisten, in:
Die Welt v. 6.03.2002
(Antonoff/Zschäpitz, in: *Die Welt* v. 6.03.2002)
- Ascarelli, Silvia* Banken schneiden in Umfragen besser ab als unabhängige Anbieter, Profis bevorzugen Analysen der Deutschen Bank, in: *HB* v. 09.09.02, Nr. 173,
S. 37.
(zitiert: Ascarelli, in: *HB* v. 09.09.02, Nr. 173, S.37)
- Assmann, Heinz-Dieter* (Hrsg.)/*Schneider, Uwe H.* (Hrsg.) Wertpapierhandelsgesetz
Kommentar, 1. Aufl., Köln 1995
(zitiert: Bearbeiter, in: Assmann/Schneider, WpHG, 1. Aufl., §, Rdnr.)
- Assmann, Heinz-Dieter* (Hrsg.)/*Schneider, Uwe H.* (Hrsg.) Wertpapierhandelsgesetz
Kommentar, 2. Aufl., Köln 1999
(Bearbeiter, in: Assmann/Schneider, WpHG, §, Rdnr.)

- Assmann, Heinz-Dieter* Rechtsanwendungsprobleme des Insiderrechts, in: AG 1997, S. 50–58
(zitiert: Assmann, AG 1997, S.)
- Ders.* Das künftige deutsche Insiderrecht (II), in: AG 1994, S. 237–258
(Assmann, AG 1994, S.)
- Ders.* Die Mitteilung von Insiderinformationen durch Emittenten gegenüber Analysten und deren Qualifikation als Primär- oder Sekundärinsider, in: Claussen/Schwark (Hrsg.), Köln 1997, S. 54–70
(zitiert: Assmann, in: Claussen/Schwark, S.)
- Ders.* Das neue deutsche Insiderrecht, in: ZGR 1994, S. 494–529
(zitiert: Assmann, ZGR 1994, S.)
- Associated Press* Comments of the Associated Press, Dow Jones & Company, Inc., Forbes Inc., Gannett Company, Inc., The McGraw-Hill Companies, Inc., The New York Times Company, Reuters, Time Inc., Tribune Company and The Washington Post Company on SEC Release No. 34–47110 (SR-NYSE-2002-49 und SR-NASD-2002-154), March 10, 2003, S. 1–8,
<http://www.sec.gov/rules/sro/ny200249nd2002154/gibsonduunn1.htm>
(zitiert: Comments of Associated Press u.a. on SEC Release No. 34–47110 [SR-NYSE-2002-49 und SR-NASD-2002-154], S.)
- BAFin* Entwurf der Bekanntmachung der BAFin vom 9. 10. 02 (WA 33-W 2534 B-2/2002)
(zitiert: Entwurf der Bekanntmachung der BAFin v. 9. 10. 02, Gliederungspunkt, S.)
- Dies.* Bekanntmachung der BAFin vom 07. 03. 2003 zu § 34b WpHG
(zitiert: BAFin-Bekanntmachung I v. 07. 03. 2003, Gliederungspunkt, S.)
- Dies.* Pressemitteilung v. 11. 03. 2003, BAFin präzisiert Regelungen zur Wertpapieranalyse, <http://www.bafin.de/presse/pm03/030011.htm>
(zitiert: BAFin, Pressemitteilung v. 11. 03. 2003)
- Dies.* Bekanntmachung der BAFin vom 24. 07. 2003 zu § 34b WpHG; Geschäftszeichen WA 36-W-2534B-8/2003
(zitiert: BAFin-Bekanntmachung II v. 24. 07. 2003, Gliederungspunkt, S.)
- Dies.* Jahresbericht 2002 (Teil A)
(zitiert: BAFin Jahresbericht 2002, S.)
- Baker-Said, Stephanie/Cahill, Tom/Frick, Kim/Goeltner, Philipp* Cleaning up Credit Suisse, in: Bloomberg Markets, May 2003, S. 30–38
(zitiert: Baker-Said/Cahill, Credit Suisse, S.)
- Balzer, Peter* Anlegerschutz bei Verstößen gegen die Verhaltenspflichten nach §§ 31 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), in: ZBB 1997, S. 260–269
(zitiert: Balzer, ZBB 1997, S.)
- Ders.* Anm. zu LG Köln v. 12. 6. 1997 – 26 O 48/96, ZIP 1997, 1328 (n.r.), in: EWiR § 9 AGBG 11/97, S. 675–676
(zitiert: EWiR § 9 AGBG 11/97, S. (Balzer))
- Ders.* Die Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach dem Wertpapierhandelsgesetz, in: NWB Fach 21, S. 1245–1250
(zitiert: Balzer, NWB Fach 21, S.)
- Barr, Stephan* What Chinese Wall?, March 1, 2000 in: CFO.com,
<http://www.cfo.com/printarticle/0,5317,885,00.html>
(zitiert: Barr, in: CFO.com, March 1, 2000, S.)

- Bauer, Ina* Banken müssen ihre Handelsbücher offen legen, in: FTD v. 29.10.2002 (zitiert: Bauer, in: FTD v. 29.10.02.)
- Baums, Theodor* Anlegerschutz und Neuer Markt, Institut für Bankrecht, Internet: <http://www.uni-frankfurt.de/fb01/baums>; Arbeitspapier Nr. 99 (zitiert: Baums, Arbeitspapier Nr. 99, S.)
- Ders.* Anlegerschutz und Neuer Markt, in: ZHR 166 (2002), 375–382 (zitiert: Baums, ZHR 166 (2002), S.)
- Baums, Theodor/Hutter, Stephan* Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO), Institut für Bankrecht, Internet: <http://www.unifrankfurt.de/fb01/baums>; Arbeitspapier Nr. 93 (zitiert: Baums/Hutter, Arbeitspapier Nr. 93, Gliederungspunkt)
- Baur, Jürgen* Investmentgesetze: Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) und das Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge aus ausländischen Investmentanteilen (AuslInvestmG), Teilbd. 1. Einleitung nebst Länderübersicht, §§ 1–25j KAGG, 2. Aufl., Berlin 1997 (zitiert: Baur, KAGG, §, Rdnr.)
- BAWe* Stellungnahme, in: Wortprotokoll der Öffentlichen Anhörung v. 20. Februar 2002 zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz), Drs. 14/8017, Protokoll Nr. 124, S. 134ff. (zitiert: Stellungnahme BAWe, in: Wortprotokoll der Öffentlichen Anhörung zum Entwurf des 4. FMFG, S.)
- Dass.* Jahresbericht 2001 zum ehemaligen Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, <http://www.bafin.de> unter Allgemeines (zitiert: BAWe, Jahresbericht 2001, S.)
- Dass.* Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 Abs. 1 WpHG v. 25. 10. 1999, BAnz. Nr. 210 v. 6. November 1999, S. 18 453. (zitiert: Richtlinie des BAWe zur Konkretisierung von § 33 I WpHG v. 25. 10. 1999, Gliederungspunkt, S.)
- Dass.* Bekanntmachung des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel zum Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz in der Fassung vom 09. September 1998 (BGBl. I S. 2701 ff.) und zur Wertpapier-Verkaufsprospekt-Verordnung in der Fassung der Bekanntmachung vom 09. September 1998 (BGBl. I S. 2853ff.) vom 06. September 1999, BAnz. Nr. 177 vom 21. September 1999, S. 16 180 (zitiert: BAWE Bekanntmachung zum Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz und zur Verordnung über Wertpapier Verkaufsprospekte vom 6. 09. 1999, Gliederungspunkt)
- Beck, Hanno* Die üblichen Verdächtigen, in: FAZ v. 11.08.2001, Nr. 185, S. 23 (zitiert: Beck, in: FAZ v. 11.08.2001, Nr. 185, S. 23)
- Becker, David M.* Speech by SEC Staff: Analyzing Analysts, August 7, 2001, Remarks before the Committee on Federal Regulation of Securities of the American Bar Association, <http://www.sec.gov/news/speech/spch510.htm> (zitiert: Becker, Analyzing Analysts, August 7, 2001, S.)
- Berg, Stefan/Stöcker, Mathias* Anwendungs- und Haftungsfragen zum Deutschen Corporate Governance Kodex, Institut für Bankrecht, Internet: <http://www.uni-frankfurt.de/fb01/baums>; Arbeitspapier Nr. 91 (zitiert: Berg/Stöcker, Arbeitspapier Nr. 91, S.)