

Wirtschaftsjournalismus und Markt - Notwendigkeit und Ansätze einer, Regulierung

Von

Carolin Flaig



Duncker & Humblot • Berlin

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	19
A. Problemstellung	19
B. Gang der Untersuchung	23

Teil

Ökonomische, medienwissenschaftliche und verfassungsrechtliche Grundlagen der Regulierung des Wirtschaftsjournalismus	24
--	-----------

Kapitel 1

Bedeutung eines funktionierenden Kapitalmarktes	24
--	-----------

A. Auswirkungen auf den Kapitalmarkt	25
I. Auswirkungen auf die Kapitalallokationsfunktion	25
II. Auswirkungen auf die Kapitalaufbringungsfunktion	26
III. Auswirkungen auf die Kapitalbewertungsfunktion	27
B. Auswirkungen auf die Anleger	28
G. Auswirkungen auf die Emittenten	28

Kapitel 2

Marktbeeinflussung und Marktbeeinträchtigung durch Wirtschaftsjournalismus	29
---	-----------

A. Tatsächliche Marktbeeinflussung durch Wirtschaftsjournalismus	29
I. Allgemeine Medienberichterstattung	30
1. Breuer-Interview auf Bloomberg TV	30
a) Fragestellung	30
b) Ablauf der Untersuchung	31
c) Ergebnisse der Untersuchung	33
2. Studie Anne Täubert	34
a) Fragestellung	34
b) Ablauf der Untersuchung	34
c) Ergebnisse der Untersuchung und Bewertung	35

3.	Untersuchungen Thomas Schuster	36
a)	Fragestellung	36
b)	Beispielfälle	37
II.	Aktienempfehlungen	38
1.	3sat-Börse	38
a)	Fragestellung und Ablauf	38
b)	Ergebnis	39
2.	Medien Tenor	39
a)	Fragestellung	39
b)	Ablauf der ersten Untersuchung (jeweils Donnerstag bis Montag)	40
c)	Ablauf der zweiten Untersuchung (sechs Wochen)	40
3.	Thomas Schuster	41
a)	Fragestellung	41
b)	Gang der Untersuchung	41
c)	Ergebnis	42
III.	Zwischenergebnis	43
B.	Hervorrufen einer Marktbeeinträchtigung	44
I.	Ökonomische Theorie	44
1.	Theorie des effizienten Kapitalmarktes und Rational Choice	45
a)	Schwache Form	47
b)	Mittelstrenge Form	47
c)	Strenge Form	48
d)	Bewertung	48
2.	Behavioral Finance	50
a)	Verfügbarkeitsheuristik	51
b)	Dispositionseffekt	52
c)	Herdverhalten	54
d)	Bewertung	55
II.	Medienwissenschaften	55
C.	Normative Vorgaben des allgemeinen Kapitalmarktrechts	56
I.	Information als zentraler Regulierungsansatz	56
1.	Generelle Bedeutung der Information	56
2.	Maßstab zur Bewertung harter Informationen	58
3.	Maßstab zur Bewertung weicher Informationen	58
II.	Gesetzliche Ausgestaltung	60

Kapitel 3

Meinungs- und Pressefreiheit 61

A. Einführung .. *	61
B. Verfassungsrechtliche Vorgaben durch das Grundgesetz .. *	63
I. Meinungsfreiheit ..	63
II. Pressefreiheit ..	65
III. Abgrenzung von Meinungs- und Pressefreiheit ..	66
IV. Umfang des Schutzes der einzelnen Beitragsformen .. !	66
1. Herkömmliche redaktionelle Veröffentlichungen ..	67
2. Gastbeiträge ..	67
3. Leserbriefe ..	68
4. Werbeanzeigen ..	69
5. Sonderveröffentlichungen ..	69
6. Zwischenergebnis ..	69
C. Grundrechtliche Vorgaben auf europäischer Ebene ..	70
D. Verfassungsrechtliche Grenzen der empirischen, ökonomischen und kapitalmarkt-normativen Vorgaben ..	72

Teil 2

Untersuchung und Bewertung der rechtlichen Rahmenbedingungen des Wirtschaftsjournalismus 75

Kapitel 4

Regulierung durch Verhaltensvorschriften 75

A. Wertpapierhandelsgesetz ..	76
I. Das Verbot der Marktmanipulation, § 20a WpHG ..	77
1. Entwicklung hin zum heutigen Tatbestand ..	77
a) Tatbestand bis zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz ..	77
b) Vorgaben durch die Marktmissbrauchsrichtlinie ..	79
c) Ergänzung der Vorgaben durch die erste Durchführungsrichtlinie zur Marktmissbrauchsrichtlinie ..	83
2. Das heutige Verbot der Marktmanipulation ..	84
a) Der klassische Fall der informationsgestützten Manipulation durch unrichtige oder irreführende Äußerungen (§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Alt. 1 WpHG) ..	84
aa) Tatbestand ..	84
(1) Angabe über Umstände .. !	84

(2) Unrichtig oder irreführend	85
(3) Bewertungserheblichkeit	86
(4) Eignung zur Einwirkung	87
(5) Subjektiver Tatbestand	88
bb) Rechtsfolge	88
cc) Sonderregelung für Journalisten, § 20a Abs. 6 WpHG	91
(1) Journalist	92
(a) Wortlautauslegung und Presserecht	92
(b) Historische und teleologische Auslegung	92
(c) Mögliche Einschränkungen	93
(d) Zwischenergebnis	95
(2) Berufsausübung	95
(3) Kein Ziehen eines direkten oder indirekten Nutzens bzw. Schöpfen von Gewinnen	97
(a) Grundsätzlicher Anwendungsbereich	97
(b) Erfordernis einer Einschränkung	99
(4) Rechtsfolge	101
(a) Berufsständische Regeln	101
(b) Anknüpfungspunkt	102
(c) Rechtsfolge im engeren Sinn und ihre Durchsetzung ..	104
dd) Zwischenergebnis	104
b) Sonderfall Scalping	105
aa) Allgemeine Einordnung	105
bb) Scalping, das von § 20a Abs. 1 Nr. 1 Alt. 1 WpHG erfasst wird	106
cc) Scalping, das von § 20a Abs. 1 Nr. 3 i.Vm. § 4 Abs. 3 Nr. 2 MaKonV erfasst wird	107
(1) Objektiver Tatbestand	107
(2) Subjektiver Tatbestand	109
dd) Scalping, das von § 20a Abs. 1 Nr. 3 WpHG i.Vm. §4 Abs. 2 Nr. 1 MaKonV erfasst wird	111
ee) Scalping, das von § 20a Abs. 1 Nr. 3 WpHG i.Vm. §4 Abs. 2 Nr. 2 MaKonV erfasst wird	112
ff) Bewertung	113
c) Weitere Möglichkeiten der informationsgestützten Manipulation (§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Alt. 2 bzw. Nr. 3 WpHG).	114
II. Verhaltensvorschriften für die Analyse von Finanzinstrumenten	114
1. Entwicklung hin zum heutigen Tatbestand	114
a) Tatbestand bis zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz	114
b) Vorgaben durch die Marktmissbrauchsrichtlinie	117
c) Ergänzung der Vorgaben durch die Richtlinie 2003/125/EG.	119
aa) Begriff der Empfehlung	119

bb) Erstellen von Empfehlungen ..	121 ..
(1) Beiträge von Personen, die unter Art. 1 Nr. 4 lit. a der RiL 2003/125/EG fallen ..	121
(a) Pflichten bei der Erstellung ..	121
(b) Journalistenprivileg- ..	122
(2) Welche Pflichten gelten in Bezug auf die Erstellung der Beiträge von Personen, die unter Art. 1 Nr. 4 lit. b der RiL 2003/125/EG fallen? ..	124
(a) Pflichten ..	124
(b) Journalistenprivileg ..	124
(3) Weitergabe der von Dritten erstellten Empfehlungen und Weitergabe einer Zusammenfassung ..	124
2. Die heutige Ausgestaltung ..	125
a) Unter welchen Voraussetzungen werden Zeitungsartikel erfasst? ..	125
aa) Finanzinstrument! Emittenten ..	126
bb) Empfehlung mit Information ..	126
cc) Unbestimmter Personenkreis ..	128
dd) Im Rahmen der Berufs- oder Geschäftstätigkeit ..	128
ee) Keine Anwendung der Vorschriften., auf Emittenteninformationen ..	129
b) Erstellen und Veröffentlichung einer Finanzanalyse § 34b Abs. 1 S. 1 und S. 2 WpHG ..	130
aa) Personen, die unter § 1 Abs. 2 Nr. 1 bis Nr. 5 FinAnV fallen	131
(1) Sorgfaltspflichten ..	131
(a) Formale Kriterien ..	132
(b) Inhaltliche Kriterien ..	133
(2) Offenlegungspflichten ..	133
(3) Organisationspflichten ..	134
bb) Sorgfaltspflichten von Personen, die unter § 1 Abs. 2 FIS 2 FinAnV fallen ..	134
(1) Sorgfaltspflichten ..	135
(2) Offenlegungspflichten ..	136
(3) Organisationspflichten ..	136
c) Weitergabe einer Einanzanalyse, § 34b Abs. 1 S. 2 WpHG ..	136
aa) Sorgfaltspflichten ..	137
bb) Offenlegungspflichten ..	138
cc) Organisationspflichten ..	139
d) Weitergabe der Zusammenfassung einer Finanzanalyse ..	139
e) Subjektiver Tatbestand ..	140
f) § 34c WpHG ..	140
g) Rechtsfolge bei Verstoß gegen die-Verhaltenspflicht ..	140

h) Journalistenprivileg	143
aa) Allgemeine Einordnung	143
bb) Persönlicher Anwendungsbereich der Ausnahnevorschrift	144
cc) Bezugspunkt der Vergleichbarkeit	145
dd) Inhaltliche Ausgestaltung der Selbstregulierung	146
ee) Praktische Umsetzung (wirksame Kontrollverfahren).	148
3. Bewertung	152
III. Insiderrecht	153
1. Entwicklung hin zum heutigen Tatbestand	153
a) Rechtslage vor Erlass des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes	153
b) Vorgaben durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und die erste Durchführungsrichtlinie zur Marktmissbrauchsrichtlinie	154
2. Die heutige Ausgestaltung des Insiderrechts	155
a) Allgemeines	155
aa) Insiderinformation	155
bb) Erweiterung der Ad-hoc-Publizitätspflicht	157
b) Erwerbs- und Veräußerungsverbot, § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	158
c) Weitergabeverbot, § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG	158
aa) Emittent unterlässt es zu veröffentlichen, obwohl er müsste	160
bb) Emittent muss nicht veröffentlichen, weil ihn die Insiderinformation nicht unmittelbar betrifft, vgl. § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG	164
cc) Emittent muss wegen § 15 Abs. 3 WpHG nicht veröffentlichen	165
d) Empfehlungs- und Verleitungsverbot, § 14 Abs. 1 Nr. 3 WpHG	166
e) Rechtsfolge	167
aa) Allgemeines	167
bb) Journalisten als Primärinsider gem. § 38 Abs. 1 Nr. 2 lit. c WpHG	168
cc) Journalisten als Primärinsider gem. § 38 Abs. 1 Nr. 2 lit. d WpHG	170
dd) Zwischenergebnis	171
3. Bewertung	171
IV Zwischenergebnis	172
B. Landespressegesetze	172
I. Unmittelbare Anforderungen nach dem Landespressegesetz	173
II. Modifikation anderer Normen durch das Landespressegesetz	173
1. Vorliegen eines Presseinhaltsdelikts	174
2. Erweiterte Verantwortlichkeit	175
3. Besondere Verjährung	176
4. Erstreckung auch auf Ordnungswidrigkeiten	177
III. Bewertung	179

¹ Kapitel 5

Selbstregulierung 179

A. Theoretische Einordnung der Selbstregulierung	179
B. Ansätze zur Selbstregulierung im Bereich des Wirtschaftsjournalismus.	181
I. Kodex für anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation des DAI	181
II. Presseselbstkontrolle durch den Deutschen Presserat	184
1. Organisation und Arbeit des Deutschen Presserates.	184
2. Anforderungen des Presserates an den Wirtschaftsjournalismus.	187
a) Erster Teil der Journalistischen Verhaltensgrundsätze.	188
b) Zweiter Teil der Journalistischen Verhaltensgrundsätze.	189
aa) Wirtschaftliche Interessen.	189
bb) Sorgfaltpflichten.	190
cc) Vereinbarte Vertraulichkeit.	191
dd) Unabhängigkeit der Presse.	191
c) Weitere Vorgaben des Pressekodex und seiner Richtlinien.	191
aa) Trennung von Tätigkeiten.	191
bb) Trennung von Werbung und Redaktion.	192
3. Vergleich mit den Vorgaben von § 34b Abs. 4 WpFIG und Bewertung.	192
a) Inhaltliche Ausgestaltung.	192
b) Praktische Umsetzung.	194
III. Unternehmensinterne Kontrolle	197
1. Inhalt der unternehmensinternen Verhaltenskodizes.	198
2. Rechtliche Verbindlichkeit	199
a) Direktionsrecht	200
aa) Regelmäßig nur im dienstlichen Bereich	200
bb) Grenze: billiges Ermessen.	201
cc) Mitbestimmungsrecht des Betriebsrates.	201
b) Individualvertragliche Vereinbarung	203
aa) Ausdrückliche Vereinbarung	203
bb) Konkludente Einbeziehung	204
c) Betriebsvereinbarung	204
d) Rechtsfolgen bei einem Verstoß.	205
3. Beispiele.	206
a) Regelung zur Wahrung der publizistischen Unabhängigkeit in der Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH.	206
b) FAZ.net Redaktioneller Kodex.	208
4. Bewertung	210

Kapitel 6

Regulierung durch Haftung

210

A. Gegendarstellungsanspruch	211
B. Allgemeine deliktsrechtliche Ansprüche	212
I. Emittent	213
1. Formen der Beeinträchtigung beim Emittenten	213
2. Anspruch aus § 824 BGB	214
3. Anspruch aus § 826 BGB	215
4. Anspruch aus § 823 Abs. 2 i.Vm. kapitalmarktrechtlichen Normen ..	216
5. Anspruch aus § 823 Abs. 1 BGB	217
a) Abgrenzung zwischen dem allgemeinen Persönlichkeitsrecht und dem Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb ...	217
b) Voraussetzungen der Verletzung des Rechts am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb	219
aa) Betriebsbezogenheit des Eingriffs	219
bb) Umfassende Güter- und Interessenabwägung	219
II. Anleger	223
1. Formen der Beeinträchtigung beim Anleger	223
2. Anspruch aus § 824 BGB	226
3. Anspruch aus § 826 BGB	226
4. Anspruch aus § 823 Abs. 1 BGB	227
5. Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB	227
a) Allgemeines	227
b) Individualschützender Charakter der Normen	228
c) Einfügung eines Schadensersatzanspruchs in das haftungsrechtliche Gesamtsystem	229
III. Passivlegitimation	231
1. Passivlegitimation des Verfassers	231
2. Passivlegitimation des Verlegers	232
a) Flaftung aus § 831 BGB	232
b) Haftung über die Grundsätze zum innerbetrieblichen Schadensausgleich	232
c) Haftung des Geschäftsinhabers für betriebliche Organisationsmängel - Fiktionshaftung	233
3. Passivlegitimation sonstiger Mitarbeiter	234
4. Hiervon erfasste Beiträge	234
IV. Bewertung	236
C. Ansprüche nach dem UWG	236
I. Der Anwendungsbereich des UWG	237

II. Förderung des eigenen Unternehmens.	238
III. Förderung eines fremden Unternehmens.	238
IV. Bewertung	239
D. Quasinegatorische Ansprüche.	240
I. Unterlassungsanspruch.	240
1. Allgemeines zum Unterlassungsanspruch.	240
2. Bedeutung für den Wirtschaftsjournalismus.	242
II. Beseitigungsansprüche.	242
1. Allgemeines zu den Beseitigungsansprüchen.	242
2. Bedeutung für den Wirtschaftsjournalismus.	243
Schluss	244
Literaturverzeichnis	247
Sachregister	261