

Nr. 11/o8

**Bestandsaufnahme des regulatorischen
Rahmens für Finanzanalysen**



Impressum:

DVFA
Einsteinstraße 5
63303 Dreieich
Tel.: +49 (0)6103 - 58 33-0
Fax: +49 (0)6103 - 58 33-34
Mail: info@dvfa.de
Web: www.dvfa.de

Das Werk einschließlich all seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jegliche Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetz ist ohne Zustimmung der DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Bestandsaufnahme des regulatorischen Rahmens für Finanzanalysen – eine Übersicht

von Joanna Flamand, DVFA GmbH

Bestandsaufnahme des regulatorischen Rahmens für Finanzanalysen

Die europäischen Vorgaben für Finanzanalysen finden sich in zwei wichtigen europäischen Richtlinien. Dabei handelt es sich zum einen um die Richtlinie 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (MAD) und zum anderen um die Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID). Die MAD und MiFID werden durch ihre Durchführungsmaßnahmen ergänzt. Dies sind die Richtlinie 2003/125/EG zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG (Durchführungsrichtlinie zur MAD) sowie um die Richtlinie 2006/73/EG zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG (Durchführungsrichtlinie zur MiFID).

I. Regelungsregime MAD und MiFID

1. MAD

Die MAD (Art. 6 Abs. 5) schreibt für die Erstellung und Weitergabe von Informationen mit Empfehlungen oder Anregungen zu Anlagestrategien vor: Diese Informationen müssen sachgerecht dargeboten und etwaige Interessen oder Interessenkonflikte im Zusammenhang mit den Finanzinstrumenten oder Emittenten, auf die sich die Informationen beziehen, offen gelegt werden. Der Begriff „Analyse“ wird vorausgesetzt und nicht weiter bestimmt. In der Durchführungsrichtlinie zur MAD 2003/125/EG wird es zwischen „Analyse“, „Empfehlung“ und „sonstigen Informationen“ unterschieden. Als Empfehlung ist eine Analyse oder sonstige für Informationsverbreitungskanäle oder für die Öffentlichkeit bestimmte Information mit Empfehlungen oder Anregungen zu Anlagestrategien in Bezug auf Finanzinstrumente oder deren Emittenten definiert. Unter „Analyse oder sonstige Information mit Empfehlungen oder Anregungen zu Anlagestrategie“ ist eine Information, die direkt oder indirekt eine

bestimmte Anlageempfehlung zu einem Finanzinstrument oder deren Emittenten darstellt, zu verstehen. Diese Richtlinie unterscheidet ebenfalls zwischen Analyse und sonstigen Informationen und Empfehlungen (im engeren Sinn), fasst allerdings alle drei Begriffe unter dem Oberbegriff einer „Empfehlung“ (im weiteren Sinne) zusammen.

2. MiFID

In der MiFID selbst findet sich keine Definition der Finanzanalyse. Der Begriff Finanzanalyse wird stattdessen in der Durchführungsrichtlinie zur MiFID definiert als:

„Analyse oder andere Information, in der für ein oder mehrere Finanzinstrumente oder die Emittenten von Finanzinstrumenten explizit oder implizit eine Anlagestrategie empfohlen oder vorgeschlagen wird, einschließlich aller für Informationsverbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit bestimmter Stellungnahmen zum aktuellen oder künftigen Wert oder Preis dieser Instrumente“.

Dabei erfasst dieser Begriff der Finanzanalyse nur Finanzanalysen von Wertpapierfirmen. Unter Wertpapierfirmen fallen Personen, die im Rahmen ihrer beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit gewerbsmäßig Wertpapierdienstleistungen für Dritte erbringen.

Die Erstellung von Finanzanalysen gilt nach MiFID als Wertpapiernebenleistung. Wenn Wertpapierfirmen neben anderen Wertpapierdienstleistungen auch Finanzanalysen erstellen, erstellen lassen oder weitergeben, müssen sie die Anforderungen der MiFID und der Durchführungsrichtlinie 2006/73/EG beachten. Diese Anforderungen beziehen sich auf die interne Unternehmensorganisation und konkretisieren bereits die durch Art. 6 Abs. 2 Durchführungsrichtlinie zur MAD

eingeführten und in § 34b Abs. 5 WpHG umgesetzten Organisationspflichten.

Danach müssen Wertpapierfirmen ihre interne Unternehmensorganisation so ausrichten, daß Interessenkonflikte zwischen ihren Beschäftigten oder anderen Personen, die mit ihnen durch Kontrolle verbunden sind, und ihren Kunden erkannt werden und der Schaden verhindert wird.

Andere Ersteller von Finanzanalysen, wie beispielsweise selbständige Finanzanalysten oder Analystenhäuser, die ausschließlich Finanzanalysen erstellen (bzw. daneben andere Nebendienstleistungen erbringen), werden von der MiFID und der Durchführungsrichtlinie nicht erfasst.

3. Wechselwirkung der Definition von Finanzanalyse

Die Definition von Finanzanalyse im Sinne der MiFID erfolgt über eine Wechselwirkung mit der Durchführungsrichtlinie zur MAD. Ausgangspunkt ist die Empfehlung im Sinne der Durchführungsrichtlinie zur MAD. Danach ist Empfehlung der Oberbegriff zu Finanzanalyse einerseits und „sonstiger Information mit Empfehlungen oder Anregungen zu Anlagestrategien“ andererseits. Die Durchführungsrichtlinie zur MiFID erklärt Finanzanalyse im Hinblick auf die sachgerechte Erstellung und Offenlegung von Interessenkonflikten zu einem Unterfall der Empfehlung im vorgenannten Sinne, die aber für Finanzinstrumente i.S.d. MiFID gelten. Diese Empfehlungen stellen nach der MiFID Finanzanalysen dar, wenn sie als Finanzanalyse betitelt oder beschrieben werden und keine Anlageberatung sind.

Die Folge daraus ist: Die Vorgaben der MAD und ihrer Durchführungsrichtlinie an die sachgerechte Erstellung und Darbietung von Empfehlungen sowie die Offenlegung von Interessenkonflikten gelten nach der Umsetzung der MiFID weiterhin. Neuerungen betreffen die oben erwähnten organisatorischen Anforderungen für Wertpapierfirmen.

So sind die Wertpapierfirmen gehalten, Vorkehrungen zur Bewältigung der Interessenkonflikte zu treffen und damit für eine ausreichende Objektivität und Unabhängigkeit der Finanzanalysten zu sorgen. Dazu führt Art. 25 Abs. 2 der Durchführungsrichtlinie zur MiFID verschiedene Maßnahmen auf, die zum einen die Wertpapiergeschäfte der Finanzanalysten regeln und zum anderen eine Einflußnahme auf deren Tätigkeit vermeiden sollen. Demnach dürfen Finanzanalysten Geschäfte in den betroffenen oder damit verbundenen Finanzinstrumenten nur nach Veröffentlichung der Finanzanalyse tätigen. Ein der Finanzanalyse gegenläufiges Geschäft darf nur bei Vorliegen außergewöhnlicher Umstände nach vorheriger Genehmigung durch die Compliance-Stelle vorgenommen werden. Darüber hinaus müssen Finanzanalysten über ein ausreichendes Maß an Unabhängigkeit von den Interessen der Bereiche Unternehmensfinanzierung, Eigen- und Kundenhandel verfügen.

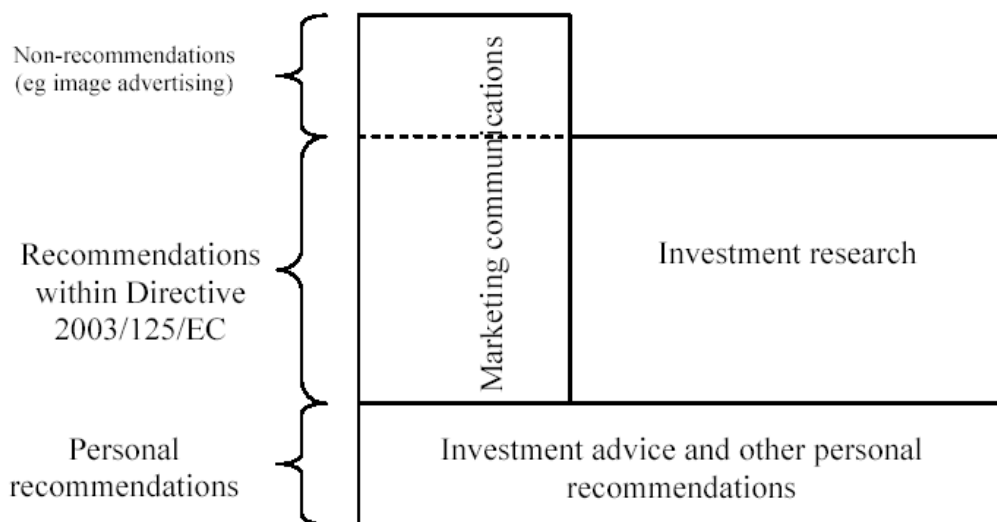
Davon ausgenommen sind Wertpapierfirmen, die von Dritten erstellte Finanzanalysen weitergeben, sofern die Dritten nicht der gleichen Gruppe wie die Wertpapierfirma angehören, die Finanzanalyse nicht als eigene dargestellt und die in der Analyse enthaltene Empfehlung nicht wesentlich abgeändert wird. Allerdings obliegt es der Wertpapierfirma zu prüfen, daß der Verfasser der Finanzanalyse der MiFID vergleichbaren Regularien unterliegt.

Wenn eine Wertpapierfirma die organisatorischen Anforderungen der MiFID in Bezug auf Finanzanalysen (Empfehlung) nicht erfüllt, sind diese als Marketing-Mitteilungen (Werbung) zu behandeln und als solche zu kennzeichnen. Gleichzeitig ist darauf hinzuweisen, daß die Empfehlung nicht im Einklang mit den Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurde und auch keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt. Werden Wertpapierdienstleistungen,

Nebendienstleistungen, Finanzinstrumente oder Personen, die solche Dienstleistungen erbringen, verglichen, muss dieser Vergleich aussagekräftig sein und die herangezogenen Informationsquellen angegeben werden.

Nach Ansicht der Europäischen Kommission in ihrer Mitteilung vom 14.12.2006 zu Finanzanalysen sollen die MiFID und die MAD "nahtlos ineinander greifen". Dies ist jedoch nur begrenzt der Fall.

Die Wechselwirkung der Definition der Finanzanalyse im Sinne der MAD und der MiFID kann wie folgt dargestellt werden:



II. Umsetzung der europäischen Vorgaben für Finanzanalysen in Deutschland

1. Maßgebliche Regelungen

Die Vorgaben der MAD und der Durchführungsrichtlinie zur MAD 2003/125/EG an die sachgerechte Erstellung und Weitergabe von Empfehlungen sowie die Offenlegung von Interessenkonflikten sind in § 34b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) umgesetzt und durch die Sondervorschriften der § 34b Abs. 6 WpHG und § 34c WpHG ergänzt worden. Die Vorgaben des § 34b WpHG wurden in der Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (FinAnV) vom 17.12.2004 konkretisiert. Auslegungshinweise für die Anwendung des § 34b WpHG und der FinAnV finden sich in erläuternden Schreiben der

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), insbesondere in Auslegungsschreiben vom 01.09.2005 und 08.02.2006 sowie im Schreiben vom 06.12.2003.

Mit dem Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie zur MiFID (FRUG)¹ werden diese Regularien ergänzt. Das FRUG wird durch zwei Verordnungen flankiert: Es handelt sich hierbei um die Verordnung zur

¹ Bundesgesetzblatt vom 19.7.2007, Teil I, Seite 1330

Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (WpDVerOV)² und die Änderungsverordnung zur Finanzanalyseverordnung vom 17.12.2004³.

Durch die Änderung der Finanzanalyseverordnung werden die oben genannten organisatorischen Vorkehrungen, die nach MiFID und der Durchführungsrichtlinie zur MiFID nur für die Wertpapierfirmen und damit

Wertpapierdienstleistungsunternehmen gelten, integriert. Diese organisatorischen Vorkehrungen konkretisieren die in Art. 6 Abs. 2 der Durchführungsrichtlinie 2003/125/EG zur MAD festgelegte allgemeine Organisationspflicht, die in § 34b Abs. 5 WpHG bereits umgesetzt worden ist.

Darüber hinaus kommt es in Folge der Änderung des WpHG durch das FRUG zur Anpassung bzw. Aufhebung bestehender Auslegungsschreiben der BaFin zur Finanzanalyse. Das Schreiben vom 08.02.2006 zu unbestimmten Rechtsbegriffen, grenzüberschreitenden Sachverhalten und Weitergabe von Finanzanalysen bleibt unverändert bestehen. Das Schreiben vom 01.09.2005 wird derzeit an die neue Rechtslage angepasst und neu gefasst. Nach dem vorliegenden Entwurf wird die BaFin, die bestehende Verwaltungspraxis zur Definition von Finanzanalyse im Sinne des § 34b Abs. 1 S. 1 WpHG (sog. Finanzanalyse im engeren Sinne) so wie sie aus der MAD resultiert, nicht ändern.

Das Schreiben vom 16.12.2003 zur Übernahme von Reise- und Unterbringungskosten der Wertpapieranalysten durch Emittenten im Rahmen von Analystenkonferenzen und -veranstaltungen wird zum 01.11.2007 aufgehoben. Für Wertpapierdienstleistungsunternehmen

enthalten nämlich die neuen § 31d WpHG und § 5a Abs. 2 Nr. 2 FinAnV konkrete Bestimmungen hinsichtlich des Verbots der Annahme bestimmter Zuwendungen durch Finanzanalysten. Die im Schreiben aufgestellten Grundsätze gelten allerdings bei der Erfüllung der neuen gesetzlichen Anforderungen hinsichtlich ihres Regelungsgehalts als „best practice“ fort.

2. Änderungen durch das FRUG bei der Erstellung und Verbreitung von Finanzanalysen

Die wesentlichen Änderungen bestehen zum einen in der Erweiterung des Finanzanalysebegriffs auf Finanzanalysen über sämtliche Finanzinstrumente unabhängig davon, ob sie börsengehandelt werden. Dabei wird auch die Weitergabe an Kunden erfasst, auch wenn die Finanzanalyse nicht der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden soll. Zum anderen werden besondere Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen eingeführt, die Finanzanalyse erstellen oder erstellen lassen. Darüber hinaus wird die Erstellung, Verbreitung und Weitergabe von Finanzanalysen eine Wertpapiernebenleistung.

Die folgende Tabelle veranschaulicht die Änderungen und ihre Auswirkungen für die Erstellung und Verbreitung von Finanzanalysen.

² Bundesgesetzblatt vom 23.7.2007, Teil I, Seite 1432

³ Bundesgesetzblatt vom 23.7.2007, Teil I, Seite 1430

Finanzanalyse im Sinne des § 34b Abs. 1 S. 1 WpHG (Finanzanalyse im engeren Sinne)	Finanzanalyse im Sinne des § 34b Abs. 5 S. 3 WpHG, § 5a FinAnV (Finanzanalyse im weiteren Sinne)
<p>Informationen über Finanzinstrumente oder deren Emittenten, die von Personen und Unternehmen im Rahmen ihrer Berufs- und Geschäftstätigkeit erstellt werden, die direkt oder indirekt eine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten und dazu bestimmt sind, einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht zu werden.</p>	<p>Informationen über Finanzinstrumente oder deren Emittenten, die direkt oder indirekt eine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten und durch Wertpapierdienstleistungsunternehmen unter Kunden oder in der Öffentlichkeit verbreitet werden soll oder deren Verbreitung wahrscheinlich ist.</p>
<p>Adressatenkreis: Alle Ersteller von Finanzanalysen (§ 34b Abs. 1 WpHG i.V.m. § 1 Abs. 2 FinAnV)</p>	<p>Adressatenkreis: Nur Wertpapierdienstleistungsunternehmen (§ 34b Abs. 5 S. 3 WpHG)</p>
<p>Finanzanalyse in diesem Sinne erfasst nur Finanzinstrumente, die an einem inländischen organisierten Markt oder einem Markt eines Mitgliedstaates der EU/des EWR zum Handel zugelassen oder in den Freiverkehr einbezogen sind (§ 34b Abs. 3 WpHG) und für die Öffentlichkeit bestimmt sind.</p>	<p>Finanzanalyse in diesem Sinne bezieht sich auf sämtliche Finanzinstrumente (§ 2 Abs. 2b WpHG) oder deren Emittenten. Es handelt sich um Finanzanalysen der Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die für die Öffentlichkeit oder auch nur für Kunden bestimmt sein können.</p>
<p>Es gelten die bisherigen Anforderungen an die Erstellung und Darbietung von Finanzanalysen nach § 34b Abs. 1 S. 1 WpHG sowie an die Organisation zur Vermeidung bzw. Geringhaltung von Interessenkonflikten nach § 34b Abs. 5 S. 1 und 2 WpHG i.V.m. FinAnV. Das sind die bereits geltenden Grundsätze für die sachgerechte Erstellung und Darbietung sowie Offenlegungspflichten nach der MAD.</p>	<p>Es gelten nur die neuen organisatorischen Vorgaben der MiFID und deren Durchführungsrichtlinie. Diese sind in §§ 33b Abs. 5 und 6, § 34b Abs. 5 S. 3 WpHG i.V.m. § 5a FinAnV festgelegt. Die übrigen Vorschriften des WpHG und der FinAnV gelten nur soweit sie einschlägig sind.</p>
<p>Für Wertpapierdienstleistungsunternehmen gelten zusätzlich die ergänzenden Vorgaben der MiFID, d.h. die Anforderungen an den Umgang mit Mitarbeitergeschäften (§ 33b Abs. 5 und 6 WpHG) sowie die organisatorischen Neuregelungen zur Sicherstellung der Objektivität und Unabhängigkeit von Finanzanalysen (§ 34b Abs. 5 S. 3 i.V.m. § 5a FinAnV).</p>	

Insgesamt ist folgendes zu beachten: Aufgrund der unterschiedlichen Anwendungsbereiche der zugrunde liegenden europäischen Richtlinien ergeben sich unterschiedliche Angabe-, Offenlegungs- und Organisationspflichten, die an die jeweiligen Finanzanalysebegriffe anknüpfen. Für die Bestimmung anwendbarer Vorschriften und damit einhergehenden Pflichten muss daher zwischen dem Finanzanalysegegenstand und dem Ersteller unterschieden werden.

Für Nicht-Wertpapierdienstleistungsunternehmen gelten die bisherigen Vorgaben für die Erstellung, Darbietung und Weitergabe von Finanzanalysen sowie Organisation nach § 34b Abs. 5 S. 1 und 2 WpHG, die die Vorgaben der MAD widerspiegeln.

Für die Wertpapierdienstleistungsunternehmen greifen je nach dem Analysegegenstand neben den bisherigen Vorgaben, zusätzlich die neuen Organisationspflichten. Sie sind in § 33b Abs. 5 und 6 sowie in § 34b Abs. 5 S. 3 WpHG und § 5a FinAnV verankert. Die Wertpapierdienstleistungsunternehmen müssen unterscheiden, ob sie Finanzanalysen im engeren Sinne erstellen, dann gelten die bisherigen Vorschriften und die neuen Vorgaben der MiFID, oder ob sie Finanzanalysen im weiteren Sinne erstellen, dann gelten nur die neuen Vorschriften der MiFID.

3. Wahlmöglichkeiten bei der Darstellung von Finanzanalysen

Das FRUG stellt den Erstellern von Finanzanalysen drei Möglichkeiten der Darstellung von Finanzanalysen zur Verfügung. Die Wertpapierdienstleistungsunternehmen als Ersteller müssen dabei je nach Präsentation ihrer Publikation gegebenenfalls zusätzliche Pflichten erfüllen.

■ *Unabhängige objektive Finanzanalysen*

Bei der Darstellung der Publikation als unabhängige objektive Finanzanalyse im Sinne des § 34b Abs. 5 S. 3 WpHG müssen Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 31 Abs. 2 S. 4 Nr. 1 WpHG die neuen spezifischen Anforderungen des § 33b Abs. 5 und 6 WpHG sowie die in § 34b Abs. 5 S. 3 WpHG i.V.m. § 5a FinAnV eingeführten Organisationspflichten erfüllen. Für andere Unternehmen gelten diese Organisationsanforderungen nicht. Sie müssen lediglich die Vorgaben in § 34b Abs. 5 S. 1 und 2 WpHG und der FinAnV beachten.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die das Finanzkommissionsgeschäft, die Anlage- und Abschlussvermittlung und den Eigenhandel sowie damit in direktem Zusammenhang stehende Wertpapiernebenleistungen, d.h. Finanzanalyse, gegenüber geeigneten Gegenparteien im Sinne des § 31a Abs. 4 WpHG erbringen, sind allerdings nicht an die Vorgaben des § 31 Abs. 2 WpHG gebunden. Die Ausnahme trägt dem Umstand Rechnung, daß diese Adressaten auf Grund ihrer Marktkenntnis und Expertise in der Lage sind, eine fundierte Entscheidung zu treffen und insoweit einen geringeren Schutz benötigen.

■ *Finanzanalysen als Werbemitteilung*

Bei der Beschreibung der Publikation als „Finanzanalyse“ oder als „objektive oder unabhängige Erläuterung“, müssen die Vorgaben in §§ 33b Abs. 5 und 6 sowie 34b Abs. 5 S. 3 WpHG, § 5a FinAnV nicht eingehalten werden. Im Gegensatz zur objektiven unabhängigen Finanzanalyse wird in diesem Fall die Unabhängigkeit und Objektivität vom Ersteller nur behauptet, nicht aber durch organisatorische Maßnahmen sichergestellt.

Es reicht deshalb, daß diese Publikation zusätzlich als Werbemitteilung gekenn-

zeichnet wird. Zusätzlich ist sie mit dem Hinweis zu versehen, daß die Finanzanalyse nicht nach den Vorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit und Objektivität von Finanzanalysen erstellt worden ist und einem Handelsverbot vor der Veröffentlichung (sog. Frontrunning) nicht unterliegt. Damit soll eine Verwechslung mit den als unabhängig und objektiv präsentierten Finanzanalysen, bei denen die Objektivität der Ersteller durch organisatorische Maßnahmen gewährleistet wird, ausgeschlossen werden.

Der Hinweis führt für sich allein nicht dazu, daß keine Finanzanalyse im Sinne von § 34b WpHG vorliegt. Vielmehr führt er lediglich dazu, daß die organisatorischen Anforderungen des § 5a FinAnV nicht erfüllt werden müssen. Die potentiellen Interessenkonflikte müssen aber trotz des Hinweises, daß es sich bei diesen Informationen um Werbung handelt, offen gelegt werden.

■ *Werbemitteilung*

Als dritte Wahlmöglichkeit kann der Ersteller, seine Publikation als voreingetragene Information zu Werbezwecken präsentieren. In diesem Fall muss diese Werbemitteilung den Anforderungen des § 4 WpDVerOV genügen. Als Abgrenzungshilfe zwischen einer Werbemitteilung und einer Finanzanalyse kann das Schreiben vom 01.09.2005 herangezogen werden, wonach „das reine Marketing-Material, wie beispielsweise Werbe- und sonstiges Informationsmaterial zur Vertriebsunterstützung, Informationen des Emittenten über die von ihm selbst emittierten Finanzprodukte, sofern es nicht den Anschein einer unvoreingetragenen Information erweckt“, nicht als Finanzanalyse anzusehen ist.

4. Pflichten bei der Erstellung und Weitergabe

Die Anforderungen für Finanzanalysen nach § 34b Abs. 1 S. 1 WpHG sind wie bisher von allen Personen, die Finanzanalyse erstellen oder weitergeben, zu erfüllen. Das können beispielsweise Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute, unabhängige Finanzanalysten wie eigenständige Analystenhäuser oder als selbstständig tätige Analysten sein.

Danach müssen Finanzanalysen sachgerecht erstellt und dargeboten werden. Die konkreten Vorgaben hierzu finden sich in der FinAnV. Zur sachgerechten Darbietung einer Finanzanalyse gehören die Angaben über die Identität des Erstellers und seine Berufsbezeichnung sowie die Bezeichnung des für die Erstellung verantwortlichen Unternehmens oder mit diesem verbundenem Unternehmen. Darüber hinaus sollen bei der Erstellung der Finanzanalyse ausschließlich verlässliche Informationsquellen verwendet werden. Zusätzlich ist anzugeben, ob die Finanzanalyse vor ihrer Weitergabe oder Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert wurde sowie das Datum ihrer ersten Veröffentlichung.

■ *Organisationspflichten nach § 5 FinAnV*

Umstände oder Beziehungen im Zusammenhang mit dem analysierten Finanzinstrument oder dessen Emittenten, die Interessenkonflikte begründen können, sind offen zu legen. Solche Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, regelt weiterhin § 5 FinAnV. Hierzu zählen:

- Finanzielle Interessen wie wesentliche Beteiligungen (ab 5%) des Erstellers der Finanzanalyse bzw. für die Erstellung verantwortliches Unternehmen oder mit diesem verbundenen Unternehmen an dem analysierten Emittenten

- Eigenschaft als Marktbetreuer der analysierten Emittenten oder deren Finanzinstrumente durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen
- Die führende Beteiligung an einem Emissionskonsortium des analysierten Emittenten innerhalb der vorangegangenen 12 Monate vor Veröffentlichung der Finanzanalyse
- Vereinbarungen über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften in den letzten 12 Monaten vor Veröffentlichung der Finanzanalyse
- vertragliche Vereinbarung über Erstellung von Finanzanalysen und sonstige bedeutende finanziellen Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

Mit der Änderung der FinAnV wurde lediglich die Überschrift des § 5 FinAnV geändert. Damit wurde klargestellt, daß § 5 FinAnV sich auf Angaben über Interessen und Interessenkonflikte bezieht. Dadurch soll verdeutlicht werden, daß der Schwerpunkt dieser Vorschrift auf der Offenlegung und Transparenz von Interessenkonflikten liegt. Diese Anforderungen sind im Rahmen der Umsetzung der MAD und der Durchführungsrichtlinie 2003/125/EG zur MAD eingeführt worden.

§ 5a FinAnV regelt hingegen die organisatorischen Anforderungen zur Vermeidung und Kontrolle von Interessenkonflikten, die die Wertpapierdienstleistungen zusätzlich erfüllen müssen. Somit gelten die Anforderungen des § 5 FinAnV für alle Ersteller von Finanzanalysen im engeren Sinne. Dies gilt auch dann, wenn diese Finanzanalysen gemäß § 31 Abs. 2 S. 4 WpHG als Werbemitteilungen gekennzeichnet sind.

■ *Neue Organisationspflichten nach § 5a FinAnV*

Wertpapierdienstleistungsunternehmen müssen zusätzlich spezifische Organisationspflichten erfüllen. Die Ausgestaltung hat sich dabei an der Größe und dem Geschäftsfeld sowie dem Gewicht der potentiellen Risiken für die Empfänger der Finanzanalyse zu orientieren. Zu den Organisationspflichten gehören organisatorischen Vorkehrungen zur Vorbeugung und Umgang mit unvermeidbaren Interessenkonflikten. Die Wertpapierdienstleistungsunternehmen müssen auch sicherstellen, daß ihre Mitarbeiter, die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligt sind oder deren wirtschaftliche Interessen mit den Interessen der voraussichtlichen Empfänger der Finanzanalyse in Konflikt treten können, ihre Tätigkeit unabhängig ausüben. Für die Bestimmung, welche Personen als Mitarbeiter anzusehen sind, ist ein Rückgriff auf den § 33b Abs. 1 WpHG notwendig. Hiernach sind Mitarbeiter u.a. alle natürlichen Personen, deren sich das Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen bedient. In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, daß Finanzanalysten zwar keine Mitarbeiter im Sinne des § 33b Absatz 5 WpHG sind, weil sie nur an Wertpapiernebenleistungen beteiligt sind. § 33b Abs. 5 WpHG ist aber über § 5a Absatz 2 Nr. 1 FinAnV auch auf sie anwendbar.

Die wesentlichen Organisationspflichten sind:

- Kontrolle von Informationsflüssen zwischen Mitarbeitern, die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligt sind und anderen Mitarbeitern, deren Tätigkeiten einen Interessenkonflikt nach sich ziehen könnten (§ 5a Abs. 1 S. 2 Nr. 1 FinAnV); zulässig ist der interne bereichsübergreifende Austausch zwischen Finanzanalysten und kundenbetreuenden Geschäfts-

- bereichen z.B. über Brancheneinschätzungen oder Marktkommentare
- Unabhängigkeit der Vergütung von Mitarbeitern, die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligt sind, von der Vergütung anderer Mitarbeiter oder den von diesen erwirtschafteten Unternehmenserlösen oder Prämien (§ 5a Abs. 1 S. 2 Nr. 2 FinAnV)
 - Verbot, Emittenten und anderen Personen, den Entwurf einer Finanzanalyse zuzuleiten, sofern dieser einen Anlage- oder einen Zielpreis enthält (§ 5 Abs. 2 Nr. 3 FinAnV)
 - Verhinderung unsachgemäßer Einflußnahme auf Mitarbeiter, die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligt sind (§ 5a Abs. 1 S. 2 Nr. 3 FinAnV)
 - Verhinderung oder Kontrolle der Beteiligung eines Mitarbeiters, der an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligt ist, an anderen Aufgaben in engem zeitlichen Zusammenhang mit der Erstellung einer Finanzanalyse (§ 5a Abs. 1 S. 2 Nr. 4 FinAnV); Nach Erwägungsgrund 36 der Durchführungsrichtlinie zur MiFID kommt hier insbesondere Beteiligung an Tätigkeiten im Bereich des Investment-Banking in Betracht wie Unternehmensfinanzierung, Übernahme von Emissionen und Präsentation für Neuemissionen von Finanzinstrumenten sowie anderweitige Beteiligung am Marketing des Emittenten
 - Gesonderte Überwachung der Mitarbeiter, die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligt sind, im Hinblick auf ihre Unabhängigkeit und Unvoreingenommenheit (§ 5a Abs. 1 S. 2 Nr. 5 FinAnV)
 - Verbot der Zusage einer positiven Empfehlung (§§ 31 Abs. 2 WpHG, 5a Abs. 2 Nr. 2 FinAnV)

Weitere Organisationspflichten betreffen das Verbot der Annahme von Zuwendungen oder sonstigen Geldleistungen sowie geldwerten Vorteilen durch das

Wertpapierdienstleistungsunternehmen selbst oder seine Mitarbeiter, von Personen, die ein besonderes Interesse am Inhalt der Finanzanalyse haben. Dabei ist zu beachten, daß kleine Geschenke oder kleinere Einladungen nicht unter das Verbot fallen. Darüber hinaus gilt das Verbot hinsichtlich bestimmter Mitarbeitergeschäfte. Dieses Verbot erfasst Geschäfte mit analysierten Finanzinstrumenten bevor die Empfänger der Finanzanalyse ausreichend Gelegenheit für eine Reaktion hatten.

■ **Ausnahmen von den Organisationspflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei der Weitergabe von Finanzanalysen**

Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die Finanzanalysen Dritter öffentlich verbreiten oder an ihre Kunden weitergeben, müssen die oben skizzierten organisatorischen Anforderungen dann nicht erfüllen, wenn folgende Voraussetzungen kumulativ erfüllt sind:

- Der Ersteller der Finanzanalyse muss zu einer anderen Unternehmensgruppe als der Weitergebende gehören.
- Die in der Finanzanalyse enthaltene Empfehlung darf von dem weitergebenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen nicht wesentlich abgeändert werden.
- Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen darf die übernommene Finanzanalyse nicht als von ihm selbst erstellt, sondern muss diese vielmehr als fremdes Produkt darstellen.

Die Anforderungen des § 5a FinAnV gelten hingegen nicht für Weitergabe von unveränderten Finanzanalysen, wenn sich das Wertpapierdienstleistungsunternehmen vergewissert hat, daß der Ersteller der Finanzanalyse vergleichbaren Vorgaben wie in § 5a Abs. 1 und 2 FinAnV unterliegt.

III. Zusammenfassung

Das Regelungsregime für die Ersteller von Finanzanalysen wird sich durch die Umsetzung der MiFID und der Durchführungsrichtlinie zur MiFID lediglich für die Wertpapierdienstleistungsunternehmen maßgeblich ändern. Das Ziel der Europäischen Kommission, wonach die in der MAD und der MiFID bzw. in den entsprechenden Durchführungsrichtlinien festgelegten Vorgaben zur Finanzanalyse bzw. sonstigen Informationen nahtlos ineinander greifen sollen, wurde nicht erreicht. So müssen Wertpapierdienstleistungsunternehmen für die Bestimmung der anwendbaren Vorschriften unterscheiden, in welcher Art und Weise sie ihre Publikationen der Öffentlichkeit und Kunden präsentiert. Werden diese als objektive unabhängige Einschätzung des analysierten Finanzinstruments oder dessen Emittenten dargestellt, müssen Wertpapierdienstleistungsunternehmen neben den bestehenden Angabe- und Offenlegungspflichten zukünftig spezielle Organisationspflichten erfüllen. Entscheidet sich ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen dafür, die Publikationen als objektiv zu präsentieren, erfüllt es dabei aber die spezifischen Organisationspflichten nicht, muss es sie als Werbemitteilung kennzeichnen und mit einem Warnhinweisen versehen. Die Publikation muss dann den bisherigen in der FinAnV verankerten Angabe- und Offenlegungspflichten genügen.

Für Unternehmen, deren Geschäftstätigkeit ausschließlich in der Erstellung von Finanzanalysen besteht, gelten die durch die MiFID vorgegebenen Pflichten nicht. Diese Unternehmen müssen also keine speziellen Organisationspflichten erfüllen.

Insgesamt tragen zwar die neuen Regelung dem Gedanken Rechnung, daß eine objektive unabhängige Finanzanalyse ein Qualitätsprodukt ist. Die unterschiedliche Anwendung der Regelungen, je nach Art und Weise der Präsentation, ist

aber nicht marktgerecht und praxisnah. Letztlich muss es noch abgewartet werden, bis sich ein konkretes Bild der neuen Anforderungen abzeichnen wird.

DVFA

Die DVFA ist der Berufsverband der Investment Professionals. Aktuell gehören der DVFA 1.100 persönliche Mitglieder an. Sie sind als Fach- und Führungskräfte bei über 400 Investmenthäusern, Banken sowie Fondsgesellschaften oder als unabhängige Kapitalmarktdienstleister tätig. Die DVFA sichert die Glaubwürdigkeit der Berufsangehörigen und die Integrität des Marktes durch eine internationalen Standards entsprechende Aus- und Weiterbildung, durch die Bereitstellung von Plattformen für die professionelle Finanzkommunikation sowie durch effektive Selbstregulierung.

Über EFFAS, den Dachverband der europäischen Analystenvereinigungen, bietet die DVFA Zugang zu einer paneuropäischen Plattform mit über 17.000 Berufsangehörigen in 24 Nationen. Über die Association of Certified International Investment Analysts (ACIIA) ist der Verband an ein weltweites Netzwerk von über 50.000 Investment Professionals angeschlossen.

ISBN: 978-3-928759-14-4

DVFA

Einsteinstraße 5
63303 Dreieich

Tel.: +49 (0)6103 - 5833-0
Fax: +49 (0)6103 - 5833-34
Mail: info@dvfa.de
Web: <http://www.dvfa.de>