

ZENTRALER KREDITAUSSCHUSS

MITGLIEDER: BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN VOLKSBANKEN UND RAIFFEISENBANKEN E.V. BERLIN • BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN E. V. BERLIN • BUNDESVERBAND ÖFFENTLICHER BANKEN DEUTSCHLANDS E. V. BERLIN • DEUTSCHER SPARKASSEN- UND GIROVERBANDE. V. BERLIN-BONN • VERBAND DEUTSCHER HYPOTHEKENBANKEN E. V. BERLIN

Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses zum Entwurf eines Schreibens der BaFin zur Auslegung einzelner Begriffe des § 34b WpHG i. V. m. der Finanzanalyseverordnung vom 21. April 2005

Stand: 3. Juni 2005

I. Allgemeine Anmerkungen

Wir begrüßen grundsätzlich den Entwurf des Auslegungsschreibens insoweit, als es für die praktische Umsetzung der neuen Regelungen unerlässlich ist, den Anwendungsbereich des § 34 b WpHG klar zu definieren. Für begrüßenswert halten wir insbesondere die ausdrückliche Herausnahme der individuellen Anlageberatung aus dem Anwendungsbereich der Vorschrift und die Fortführung des bewährten Ansatzes einer Kombination von Definitionen und nicht abschließenden Listen von Negativbeispielen.

Gerade unter dem Aspekt der Klarheit halten wir den Wortlaut des Schreibens jedoch an einigen Stellen für verbesserungswürdig. Vor allem folgende Punkte, auf die wir unten genauer eingehen, bedürfen aus unserer Sicht einer Überarbeitung:

- **Nach Nr. 2 a) des Entwurfs ist** es – anders als nach der bislang geltenden Bekanntmachung der BaFin vom 7. März 2003 – **nicht erforderlich**, dass die der Anlageentscheidung dienende Information den Charakter einer **Untersuchung** aufweisen muss. **Diese Auslegung**, die zu erheblichen praktischen Abgrenzungsschwierigkeiten führt, **halten wir** angesichts der europäischen Vorgaben, der Vorschriften in der Finanzanalyseverordnung (FinAnV) und letztlich mit Blick auf den allgemein gültigen Bedeutungsgehalt des Begriffs der „Analyse“, **für zu weit**.
- Marketingmäßig **ausgestaltete Produktbeschreibungen/Werbematerial sollten in die Negativliste (Nr. 2. a) des Entwurfs) aufgenommen werden**; gerade in diesen Fällen kann beim Anleger gar nicht erst der Eindruck einer objektiven „Finanzanalyse“ entstehen.
- Der **Begriff der „Finanzinstrumente“ nach § 34 b Abs. 6 WpHG** ist wie der des § 34 b Abs. 1 S. 1 i. V. m. Abs. 3 WpHG zu interpretieren und damit auf solche Finanzinstrumente beschränkt, die die Voraussetzungen des § 34 b Abs. 3 WpHG erfüllen, d.h. börsengehandelt sind.
- **Sales- und Morning-Notes** sollen richtigerweise grundsätzlich keine Analysen darstellen. Dieses Ergebnis darf jedoch nicht dadurch konterkariert werden, dass man Sales- und Morning-Notes dennoch dann als Finanzanalyse qualifiziert beziehungsweise den Regelungen des § 34 b Abs. 6 WpHG unterwirft, wenn die Information zwar nicht der Öffentlichkeit, aber einer großen Zahl von Personen zugänglich gemacht wird.

II. Anmerkungen zu den einzelnen Vorschlägen des Entwurfs

zu Nr. 1.

Die **Aufstellung einer nur im Rahmen des Schreibens gültigen zusätzlichen Terminologie** – Begriff der „Analyse“ – halten wir für **nicht hilfreich**. Im Interesse einer klaren und rechtssicheren Anwendung der Vorschriften des § 34 b WpHG und der FinAnV sollte die dort verwandte Terminologie gebraucht und näher konkretisiert, nicht jedoch durch die Hinzufügung neuer Begriffe zusätzliche Unsicherheit geschaffen werden. Beispielsweise wird der Begriff der „Analyse“ u.a. auch in Nr. 3. (2. Absatz) und Nr. 4. (2. Absatz) des Schreibens gebraucht. Diese Nummern beziehen sich nach ihrer Überschrift indes allein auf die Finanzanalyse, so dass unklar bleibt, ob sich die dort getroffenen Aussagen auch auf Informationen mit Empfehlungen nach § 34 b Abs. 6 WpHG beziehen.

Der Schreibenentwurf geht von einem Finanzinstrument „im Sinne von § 34 b Abs. 3 WpHG in Verbindung mit § 2 Abs. 2 b WpHG aus. Diese Auslegung geht zu weit. § 34 b Abs. 3 WpHG enthält für den § 34 b Abs. 1 WpHG eine eigenständige Definition des Begriffs „Finanzinstrument“. Die Bezugnahme auf § 2 Abs. 2 WpHG sollte daher gestrichen werden. Die Wiedergabe der Pflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 34 b Abs. 6 WpHG in Nr. 1, Satz 3, 1. Bullet-point des Auslegungsschreibens geht nicht nur über das vom EU-Recht Vorgegebene, sondern auch über das vom deutschen Gesetzgeber Beabsichtigte hinaus: **Der Begriff der „Finanzinstrumente“ nach § 34 b Abs. 6 WpHG ist wie der des § 34 b Abs. 1 S. 1 i. V. m. Abs. 3 WpHG zu interpretieren** und damit auf solche Finanzinstrumente beschränkt, die die Voraussetzungen des § 34 b Abs. 3 WpHG erfüllen. Zwar nimmt § 34 b Abs. 3 WpHG ausdrücklich nur Bezug auf § 34 b Abs. 1 WpHG. Das schließt jedoch eine entsprechende Interpretation des „Finanzinstrumente“-Begriffs in § 34 b Abs. 6 WpHG nicht aus. Vielmehr dürfte es sich hier um ein Redaktionsversehen des Gesetzgebers handeln. Sowohl eine systematische als auch eine historische Auslegung sprechen für eine Gleichbehandlung des Begriffs in § 34 b Abs. 1 und 6 WpHG. So ist daran zu erinnern, dass Abs. 6 mit der Formulierung „Information über Finanzinstrumente oder deren Emittenten, die direkt oder indirekt eine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthält“ exakt den ersten Teil der Legaldefinition der Finanzanalyse aus Abs. 1 S. 1 übernommen hat. Bereits systematisch spricht daher vieles dafür, dass der Begriff der Finanzinstrumente in beiden Absätzen identisch zu verstehen ist. Entscheidend ist jedoch, dass der Bundestag mit der Neufassung des § 34 b WpHG gegenüber dem Regierungsentwurf ausweislich der Gesetzgebungsmaterialien eine stärkere Angleichung der besonderen Pflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen an die Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie herbeiführen wollte (vgl. BT-Drucksache 15/3493, S. 65). Diesem gesetzgeberischen Anliegen widerspräche es, würde man die Pflichten des § 34 b WpHG auf sämtliche Informationen mit Empfehlungscharakter zu jeglichem Finanzinstrument erstrecken, selbst wenn dieses

nicht börsennotiert ist. Eine solche Auslegung würde zudem die durch § 34 b Abs. 6 WpHG geschaffenen Wettbewerbsnachteile der deutschen Kreditwirtschaft gegenüber den europäischen Mitbewerbern noch weiter vergrößern und kann daher nicht befürwortet werden.

zu Nr. 2. a)

Begriff der Finanzanalyse – Aufgabe des Untersuchungsmerkmals

Nach Nr. 2 a) des Entwurfs ist es – anders als nach der bislang geltenden Bekanntmachung der BaFin vom 7. März 2003 – **nicht erforderlich**, dass die der Anlageentscheidung dienende Information den Charakter einer **Untersuchung** aufweisen muss. **Diese Auslegung**, die zu erheblichen praktischen Abgrenzungsschwierigkeiten führt, **halten wir** angesichts der europäischen Vorgaben, der Vorschriften in der Finanzanalyseverordnung (FinAnV) und letztlich mit Blick auf den allgemein gültigen Bedeutungsgehalt des Begriffs der „Analyse“, **für zu weit**. Es ist dringend erforderlich, dass nicht jede Information, die eine Empfehlung enthält, als Analyse angesehen wird, sondern nur eine solche, die nach einer entsprechenden inhaltlichen Auseinandersetzung mit dem bewerteten Instrument oder dessen Emittenten erfolgt.

Vor allem die **europäischen Regelungen**, auf welchen der geltende § 34 b WpHG beruht, sprechen dafür, zumindest der bisherigen Aufsichtspraxis vergleichbare Anforderungen an den Analysebegriff zu stellen: Im Rahmen der Begriffsbestimmung der „Empfehlung“ als europäischem Pendant der „Finanzanalyse“ in Art. 1 Nr. 3 und 4 der Richtlinie 2003/125/EG wird diese „Empfehlung“ als „*Analyse* oder sonstige...*Information* mit Empfehlungen oder Anregungen zu *Anlagestrategien*“ definiert und hierbei vorausgesetzt, dass diese die „*Beurteilung* des Wertes oder Kurses“ von Finanzinstrumenten einbezieht. Des Weiteren wird eine Offenlegung aller wesentlichen Quellen und Bewertungsgrundlagen und –methoden verlangt (Art. 4 Abs. 1 a und b Richtlinie 2003/125/EG und auch § 4 Abs. 2 und 3 FinAnV). Hieraus wird deutlich, dass eine Finanzanalyse entweder die **Wiedergabe eines analytischen Vorgangs sowie einer sich darauf stützenden Empfehlung** darstellen muss **oder** die Wiedergabe von Informationen, die einem solchen Vorgang im Ergebnis gleich stehen, weil sie beim Adressaten den Eindruck einer **sachlich begründeten Empfehlung** entstehen lassen, **auf welche ein planvolles Vorgehen bei Anlageentscheidungen gestützt werden kann**.

Dieses Ergebnis wird auch durch die FinAnV gestützt, die von einer Finanzanalyse gerade eine Auseinandersetzung mit verschiedenen Informationsquellen, mit Grundlagen und Maßstäben eigener Werturteile verlangt (§ 3 Abs. 1 und 2 FinAnV). In die gleiche Richtung weist § 4 Abs. 3 FinAnV, wenn dort verlangt wird, dass Finanzanalysen eine ausreichende Zusammenfassung der bei ihrer Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und Methoden enthalten. Dies zeigt, dass eine methodische Auseinandersetzung mit dem zu analysierenden Objekt vorhanden sein muss oder zumindest nach außen der Anschein erweckt wird, als habe eine solche stattgefunden.

Vor diesem Hintergrund sprechen wir uns dafür aus, Nr. 2 a) auf Seite 3 oben wie folgt zu ergänzen: „Es reicht vielmehr aus, wenn Tatsachen und/oder Meinungen zu einem Finanzinstrument oder dessen Emittenten angegeben werden, z.B. Unternehmensnachrichten wiedergegeben und [...] kommentiert werden und objektiv der Eindruck einer auf einen analytischen Vorgang gestützten, sachlich begründeten Empfehlung entsteht, auf welche ein planvolles Vorgehen bei der Anlageentscheidung gestützt werden kann.“

Wir sind daher auch der Auffassung, dass das auf Seite 3 des Entwurfs gewählte **Beispiel** „Nach Veröffentlichung der letzten Geschäftszahlen empfehlen wir die X-Aktie zum Kauf“ die Voraussetzungen für eine „Information“ im Sinne von § 34b Abs. 1 und 6 WpHG nicht erfüllt. Denn der Informationsgehalt dieser Aussage tendiert gegen Null, und ein verständiger Anleger würde auf eine solche Aussage allein keine Anlageentscheidung stützen.

Begriff der Finanzanalyse – Darstellung

Der Halbsatz „die eine Empfehlung beinhaltet“ in Nr. 2 a) auf Seite 2 sollte gestrichen werden, um deutlich zu machen, dass es unter a) allein um eine Konkretisierung des Begriffs der „Information“ und erst unter b) um die Konkretisierung des Empfehlungsbegriffs geht. Zur Verdeutlichung könnte dies zudem durch Zwischenüberschriften zu a) und b) und durch eine Verschiebung des Negativkataloges in einen Unterpunkt c) hervorgehoben werden.

Negativkatalog

Die Regeln des § 34 b WpHG und der FinAnV können nach ihrem Sinn und Zweck keine Anwendung auf **Werbematerial** im Allgemeinen und Emittenteninformationen zu eigenen Produkten im Besonderen finden. Um auch diese Materialien – wie unseres Wissens in anderen EU-Mitgliedstaaten geschehen – deutlich von Research abzugrenzen, sollte ein weiterer Bulletpoint unter 2. a) eingefügt werden, wonach keine Analyse auch ist:

- *„eine Information, die für den Adressaten erkennbar werblicher Natur ist, insbesondere in Bezug auf eigene, konzerneigene oder verbundeigene Produkte des das Material vorbereitenden Instituts.“*

Zweck der Vorgaben des § 34 b WpHG ist es, die Marktintegrität auf einem besonders sensiblen Feld der Kapitalmarktinformation zu schützen. Der Einfluss, den bekannte Analysten beziehungsweise renommierte Research-Abteilungen von Wertpapierhäusern auf die Marktentwicklung bestimmter Werte nehmen können, ist hoch und hat sich im Rahmen spektakulärer Einzelfälle besonders deutlich gezeigt. Insbesondere der Umstand, dass von Analysten eine unabhängige, unvoreingenommene Meinung erwartet wird, wurde vom europäischen Gesetzgeber als Regelungsproblem

angesehen. Völlig anders stellt sich demgegenüber die Situation im Falle von Werbung für Kapitalmarktprodukte dar: Auch hier erwartet der Anleger zwar nach ihrem Inhalt zutreffende, nicht irreführende Informationen. **Überall dort, wo der Vertriebszweck der werblichen Informationen und damit eine insoweit bestehende Voreingenommenheit des Werbenden jedoch erkennbar ist, können die Vorgaben für Finanzanalysten nach ihrem Sinn und Zweck nicht eingreifen:** Der Anleger ist hier mit einer Situation konfrontiert, in der er nicht damit rechnet, aus unabhängiger Quelle streng an objektiven Kriterien ausgerichtete Informationen zu erhalten, weil der Werbende entweder ein ohne weiteres erkennbares wirtschaftliches Interesse am Vertrieb des Produktes hat oder im Lager des Emittenten steht. **Erst recht gilt dies für Informationen des Emittenten über die von ihm selbst emittierten Produkte.** Diese werden vom Markt keinesfalls als Bewertungen angesehen, die unabhängig und unvoreingenommen erstellt worden sind und deren Inhalt nicht von relevanten Interessen oder Interessenkonflikten beeinflusst wurde. Deshalb hat der Gesetzgeber die Analystenpflichten ganz auf die Situation eines emittentenexternen Dritten zugeschnitten und darauf verzichtet, den größten denkbaren Interessenkonflikt im Hinblick auf Aussagen über Finanzinstrumente – die Emission durch den die Aussage treffenden Emittenten – zu regeln. Dies sollte zur Vermeidung von Auslegungs- Anwendungsproblemen der neuen Vorschriften in der Praxis unbedingt klargestellt werden.

Im Sinne einer Klarstellung sollte der Negativkatalog auch um **Verkaufsprospekte** ergänzt werden. Diese unterliegen den speziellen Anforderungen des Verkaufsprospektgesetzes und können bereits deshalb nicht in den Anwendungsbereich des § 34 b WpHG fallen. Soweit uns bekannt ist, haben andere EU-Mitgliedstaaten bereits eine Ausnahme für Prospekte vorgesehen.

Ausgenommen werden sollten ebenso **Ad-hoc-Mitteilungen**, da sie den speziellen Anforderungen des § 15 WpHG unterliegen und damit auch nicht unter § 34 b WpHG fallen.

Das im Negativkatalog der Nr. 2 a) zuletzt aufgeführte Beispiel „**bloße Zusammenstellung eigener Empfehlungen**“ ist zu eng: Auch eine Liste mit fremden Empfehlungen enthält keine Finanzanalyse, wenn über die Wiedergabe der Empfehlungen hinaus keine weiteren Informationen enthalten sind. Die in einer solchen Liste enthaltene Aussage „X-Research: Y-AG kaufen“ stellt auch keine Zusammenfassung „von Empfehlungen Dritter“ (vom Entwurf gemeint sind wohl Finanzanalysen Dritter), sondern lediglich die Wiedergabe einer Empfehlung eines Dritten ohne weitere Information dar, auf die § 34b Abs. 2 WpHG keine Anwendung findet. Wir schlagen daher vor, das genannte Beispiel wie folgt zu formulieren:

- *die bloße Zusammenstellung von eigenen Empfehlungen oder Empfehlungen Dritter (Empfehlungslisten); bei Listen mit Zusammenfassungen von Finanzanalysen Dritter ist jedoch § 34 b Abs. 2 WpHG zu beachten.*

Entsprechend wäre folgender Satz unter Nr. 2 a) auf Seite 3 in der Mitte zu streichen: „Hiervon zu unterscheiden sind Sachverhalte, bei denen die bloße Empfehlung als Zusammenfassung einer von einem Dritten erstellten Finanzanalyse nach § 34 b Abs. 2 WpHG anzusehen ist.“

zu Nr. 2. b)

Unter Nr. 2 Seite 4 letzter Absatz wird ausgeführt, auch **Rechenschaftsberichte im Rahmen der individuellen Vermögensverwaltung** könnten dann als Finanzanalyse angesehen werden, wenn sie über die Erläuterung vergangener Vorgänge hinaus eine „nach wie vor gültige Empfehlung“ enthalten. Es ist in der Praxis nicht auszuschließen, dass Vermögensverwalter ihre in der Vergangenheit getätigte Anlageentscheidung etwa mit dem Hinweis ergänzen, dass die Anlageentscheidung nach wie vor Gültigkeit hat und man an dem Engagement auch für eine gewisse Zeit in der Zukunft festhalten sollte. Wenn dies bereits als mittelbare Empfehlung angesehen würde, müsste ein solcher Rechenschaftsbericht den Anforderungen von § 34 b WpHG i.V.m. FinAnV folgen. Dies verkennt aber, dass es sich beim Rechenschaftsbericht um eine vergangenheitsbezogene Information handelt, bei der die Strategien des Vermögensverwalters dargestellt werden. Hier kann insbesondere bei noch nicht abgeschlossenen Vorgängen nicht strikt zwischen Vergangenheit und Zukunft getrennt werden. Es besteht aber keineswegs die Intention oder der Erwartungshorizont der Leser, hiermit sei eine indirekte oder gar direkte Empfehlung bezüglich eines Finanzinstruments verbunden. Eine Anlageempfehlung ist damit auch gar nicht beabsichtigt; vielmehr wird nur ein gesetzliches Erfordernis erfüllt (§§ 44, 79, 121, 122 InvG). Daher sollte der zweite Satz dieses letzten Absatzes auf Seite 4 gestrichen werden.

Der Ansatz, in Nr. 2 b) Beispiele für Aussagen, die indirekte Empfehlungen enthalten, zu geben, ist zu begrüßen. Um die nötige Rechtssicherheit im Umgang mit dem Katalog herzustellen, **sollten jedoch nur solche Beispiele aufgenommen werden, die in der Regel eine indirekte Empfehlung darstellen**; dies sollte auch im Text des Schreibens deutlich werden. Hierher gehören Aussagen wie „Aktie des Tages“, „Top-Aktien“, „Top-Player“ und „Die Aktie verfügt über hohes Erholungspotenzial“ nicht, da sich solche Aussagen beispielsweise auch darauf beziehen können, dass täglich ein bestimmter Wert ohne Empfehlung erläutert wird oder nur Dax-Werte Gegenstand von Erörterungen ohne Empfehlung sind.

zu Nr. 3.

Der Entwurf definiert den Begriff „zugänglich machen“ **unterschiedlich**. Auf Seite 5 heißt es im Zusammenhang mit § 34 b Abs. 1 S. 1 WpHG: „...“, dass sie einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden soll. Dies ist der Fall, wenn die Finanzanalyse nicht lediglich für interne Zwecke, sondern für die Öffentlichkeit oder Verbreitungskanäle bestimmt ist. Ein Verbreitungskanal ist ein Kanal, der die Finanzanalyse einer großen Zahl von Personen zugänglich macht (z.B. Post-

verteiler, Auslage in den Geschäftsräumen, Internet, E-mail-Verteiler oder Medien).“ Auf Seite 6, Punkt 5 heißt es hingegen hinsichtlich § 34 b Abs. 1 S. 1 WpHG: „... wird anderen zugänglich gemacht, wenn sie nicht ausschließlich für interne Zwecke bestimmt und den Bereich des Wertpapierdienstleistungsunternehmens und seiner verbundenen Unternehmen verlässt, beispielsweise institutionellen oder privaten Kunden zugänglich gemacht wird.“ Die Abgrenzung zwischen einem „zugänglich machen“ i.S.d. Abs. 1 und dem des „zugänglich machens“ an eine große Anzahl von Personen ist unklar. **Daher schlagen wir vor, den Begriff „zugänglich machen“ i.S.d. § 34 b Abs. 1 WpHG wie folgt einheitlich zu definieren:**

„Eine Finanzanalyse im Sinne von § 34 b Abs. 1 S. 1 WpHG setzt voraus (...), dass sie einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden soll. Dies ist der Fall, wenn die Finanzanalyse nicht lediglich für interne Zwecke, sondern für die Öffentlichkeit oder Verbreitungskanäle bestimmt ist. Ein Verbreitungskanal ist ein Kanal, der die Finanzanalyse einer großen Zahl von Personen zugänglich macht (z.B. Medien, Auslage in den Geschäftsräumen), die dem verbreitenden Unternehmen nicht namentlich oder als Kunden bekannt sind.“

In Nr. 3 Abs. 2 wird zutreffend ausgeführt, dass eine „Analyse“, mithin eine Information mit Empfehlung nach § 34 b Abs. 1 oder 6 WpHG, nicht in den Fällen einer **individuellen Anlageberatung** vorliegt. Da die Nr. 3 jedoch nach ihrer Überschrift allein die Finanzanalyse im Sinne des § 34 b Abs. 1 WpHG behandelt, bedarf es der Klarstellung, dass diese Aussage auch und gerade im Hinblick auf § 34 b Abs. 6 WpHG zutrifft. Klargestellt werden sollte ferner, dass keine (Finanz-)Analyse vorliegt, sofern der Berater im Rahmen einer Anlageberatung, beispielsweise im Hinblick auf die Zusammenstellung eines individuellen Wertpapierportfolios, dem Kunden Informationen übergibt, sofern diese der „Öffentlichkeit wahrscheinlich nicht zugänglich gemacht“ werden (vgl. Erwägungsgrund 3 der Durchführungsrichtlinie 2003/125/EG).

Nach Nr. 3 auf Seite 6 stellen **Sales- und Morning-Notes** grundsätzlich keine Analysen dar. Auch in der Begründung zur FinAnV heißt es, dass Sales- und Morning-Notes ohne weitere Voraussetzung keine Analysen darstellen, wenn sie aus der Verkaufs- oder Handelsabteilung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens stammen. Dieses Ergebnis darf nicht dadurch konterkariert werden, dass man Sales- und Morning-Notes dennoch den Anforderungen des § 34 b Abs. 1 beziehungsweise des Abs. 6 WpHG unterwirft, indem normiert wird, dass sie bereits dann als der Öffentlichkeit zugänglich gemacht anzusehen sind, wenn sie einer großen Zahl von Personen zugänglich gemacht werden. Auch bei einer großen Zahl von Personen kann es sich um eine bestimmte Zahl handeln, also um Personen, die dem verbreitenden Institut namentlich bekannt sind und bei denen eine entsprechende Einstufung in eine Kundenkategorie erfolgte, die für die aktuelle Information Interesse zeigen. So werden Sales- und Morning-Notes typischerweise elektronisch erstellt und etwa über im Hinblick auf den Adressatenkreis begrenzte E-Mail-Verteiler nur ausgewählten Kunden

zugänglich gemacht. Die erweiternde Auslegung des Entwurfs entspricht im Übrigen nicht dem EU-Recht. Denn nach der Formulierung, die die Durchführungsrichtlinie 2003/125/EG in Erwägungsgrund 3 (und der deutsche Verordnungsgeber in seiner Begründung zur FinAnV) gewählt hat, soll eine Weitergabe der Sales-Notes an „Kunden“ des Unternehmens möglich sein.

Bezugspunkt ist also der Zugang an Kunden. Auf ihre Anzahl kommt es gerade nicht an. Diese Auslegung wird auch durch die Begründung zur FinAnV (Seite 2 Abs. 2) gestützt, der zufolge die „...Erfüllung von Verhaltenspflichten im Kundenverhältnis nicht Gegenstand der Marktmissbrauchsrichtlinie ist.“. Die in dem Schreibenentwurf vorgeschlagene Formulierung, wonach ein unbestimmter Personenkreis bereits dann vorliegt, wenn „die Information (...) einer großen Anzahl von Personen, beispielsweise über Verbreitungskanäle (...) zugänglich gemacht wird oder gemacht werden soll.“, berücksichtigt diese Ausnahme für das Kundenverhältnis aber gerade nicht und geht damit über die Begründung zur FinAnV hinaus. Diese Auslegung der BaFin kann auch nicht durch einen Rückgriff auf Art. 1 Nr. 3 der Richtlinie 2003/125/EG, der den Begriff „Empfehlung“ definiert, gerechtfertigt werden. Denn Erwägungsgrund 3 der genannten Richtlinie stellt gerade nicht auf eine Empfehlung im Sinne der Richtlinie, sondern auf eine kurzfristige „Anlageempfehlung“ an Kunden und damit auf eine qualitativ andere Äußerung ab. Daher regen wir die Klarstellung der Formulierung an, dass die Ausnahmen von den Pflichten der FinAnV für Anlageempfehlungen aus der Verkaufs- und Handelsabteilung auch dann Anwendung finden, wenn sie im Rahmen des Kundenverhältnisses – Empfänger ist dem Versender bekannt und steht mit diesem in einer Geschäftsbeziehung – an Kunden weitergegeben werden. Dass die Weitergabe nur im Rahmen des Kundenverhältnisses erfolgt, kann durch bestimmte Maßnahmen sichergestellt werden (s.u.).

zu Nr. 4.

Sowohl die Bekanntmachung der BaFin vom 6. September 1999 zum Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz und zur Verordnung über Wertpapier Verkaufsprospekte als auch die US-amerikanische Börsenaufsicht SEC gehen davon aus, dass bereits ein deutlicher Disclaimer genügt, um deutsches beziehungsweise amerikanisches Recht auszuschließen, soweit durch begleitende Maßnahmen sichergestellt ist, dass trotz des Disclaimer kein Zugriff dieser Personen auf die Inhalte stattfinden kann. Vor diesem Hintergrund regen wir die Streichung von Nr. 4 Abs. 1 Satz 2 - „Ein bloßer Ausschluss Hinweis (Disclaimer) verhindert nicht, dass die Analyse öffentlich verbreitet wird“ - an. Es sollte klargestellt werden, dass, wenn das Wertpapierdienstleistungsunternehmen durch Hinweise auf seinen Webseiten für den Empfänger objektiv erkennbar deutlich macht, dass sich das Angebot nur an einen begrenzten Personenkreis wendet, und zusätzlich begleitende Maßnahmen ergreift, um die Beschränkung auf diesen Personenkreis sicherzustellen (beispielsweise durch passwortgeschützten Zugang), Anlageempfehlungen aus der Verkaufs- und Handelsabteilung dann nicht den Pflichten der FinAnV unterliegen, wenn sie an Kunden weitergegeben werden, d.h. wenn die Empfänger dem jeweiligen Versender bekannt sind und Geschäftsbeziehungen bestehen.

Nr. 4 Abs. 2 Satz 1 ist in zweifacher Hinsicht missverständlich: Zum einen wird durch Gebrauch des Begriffs der „Analyse“ der Eindruck erweckt, die Aussage gelte auch für Informationen nach § 34 b Abs. 6 WpHG, was nach dem Kontext nicht der Fall sein kann. Daher sollte hier der Begriff „Finanzanalyse“ verwandt werden. Zum anderen gilt § 34 b Abs. 1 S. 2 WpHG nach unserem Verständnis auch für eine Weitergabe von Finanzanalysen durch das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen, so dass wir um Erläuterung der im Auslegungsschreiben getroffenen Einschränkung „wenn diese von einer anderen Person als derjenigen...“ bitten.

Zudem heißt es unter Nr. 4 Abs. 2 Satz 2, für den Begriff der Weitergabe sei die Zahl der Empfänger der Analyse nicht entscheidend. Diese Aussage erscheint missverständlich. Wenn hiermit gemeint ist, dass eine Weitergabe bereits vorliegt, wenn eine Analyse nur ein oder zwei Personen weitergegeben wird, ergibt sich dies ohne weiteres.

zu 5.

Es ist zutreffend und zu begrüßen, dass der Entwurf des Schreibens die Weitergabe von Informationen mit Empfehlungen nach § 34 b Abs. 6 WpHG vom erstellenden an ein „verbundenes Unternehmen“ für interne Zwecke (z. B. Information der Berater) selbst nicht als Zugänglichmachung im Sinne dieser Vorschrift ansieht. Dies entspricht dem Sinn und Zweck der Vorschrift, die lediglich im Falle der Weitergabe von entsprechenden Empfehlungen an den Kunden greifen und damit dem Anlegerschutz dienen soll. Gleiches muss danach jedoch auch für die Weitergabe an solche Unternehmen gelten, die nicht durch gesellschaftsrechtliche Beteiligungen - wie es § 15 AktG für „verbundene Unternehmen“ voraussetzt - mit dem erstellungsverantwortlichen verbunden sind, sondern auf anderer Grundlage kooperieren, wie dies beim Finanzverbund der Volksbanken und Raiffeisenbanken und den Unternehmen der Sparkassen-Finanzgruppe der Fall ist. Diese Gleichstellung hatte auch die Bekanntmachung der BaFin vom 7. März 2003 vorgesehen. Wir bitten deshalb **nachdrücklich** um eine entsprechende **Korrektur des Entwurfstextes, beispielsweise durch die Formulierung „...und seiner verbundenen beziehungsweise Verbund-Unternehmen verlässt...“.**

Klarstellungsbedarf bei der Weitergabe fremder Analysen

Über die im Entwurf des Schreibens angesprochenen Punkte hinaus bleiben bedauerlicherweise wichtige praktische Auslegungs- und Anwendungsfragen im Zusammenhang mit § 34b WpHG und der FinAnV ungeklärt. Dies gilt vor allem für den wichtigen Themenkomplex der Pflichten bei der Weitergabe fremder Analysen. § 34b Abs. 1 S. 2 WpHG stellt insoweit Voraussetzungen auf, die als Pflichten zu einer jedenfalls formalen Prüfung der Fremdanalysen durch den Weitergebenden interpretiert werden können. Wäre dies der Fall, wäre eine Kooperation von erstellenden und verbreitenden Unternehmen im Konzern oder Verbund mit unnötigem bürokratischem Mehraufwand belastet:

Denn bei diesem Verständnis hätten sowohl das (primär verantwortliche) erstellende als auch das verbreitende Unternehmen sich überschneidende Pflichten zu erfüllen, ohne dass hierdurch ein zusätzlicher Nutzen für die Anleger entstünde oder eine Verbesserung der Marktintegrität erreicht würde. Dies gilt insbesondere dann, wenn sowohl das die Finanzanalyse erstellende als auch das die Analyse verbreitende Institut einer regelmäßigen Prüfung und Aufsicht durch die BaFin oder eine vergleichbare europäische Aufsicht unterliegen. Wir begrüßen es daher, dass der Ansatz, zumindest in diesen Fällen eine Prüfungspflicht des weitergebenden Institutes hinsichtlich der Analyse zu verneinen, auch von Vertretern der BaFin - wie jüngst im 12. Round Table-Gespräch geschehen - geteilt wird. Im Interesse einer rechtssicheren Umsetzung dieses Ansatzes in den Instituten sprechen wir uns nachdrücklich dafür aus, dies im Rahmen des BaFin-Schreibens für die Praxis ausdrücklich klarzustellen.