

21.12. 2007

GZ: WA 36 – Wp-2002-2007/0006

Schreiben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zur Auslegung einzelner Begriffe der §§ 31 Abs. 2 S. 4, 34b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) in Verbindung mit der Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung – FinAnV)

Dieses Schreiben dient der Erläuterung der Auslegung einzelner für die Anwendung des § 34b WpHG i.V.m. der FinAnV besonders wichtiger Begriffe durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). § 34b WpHG, die FinAnV und dieses Schreiben stellen Mindestanforderungen dar. Journalisten sind unter den Voraussetzungen des § 34b Abs. 4 WpHG vom Anwendungsbereich des § 34b Abs. 1, 2 und 5 WpHG und dieses Schreibens ausgenommen.

Die bisherigen Auslegungsschreiben der BaFin zu § 34b WpHG vom 16. Dezember 2003, 01. September 2005 und 08. Februar 2006 werden durch dieses Schreiben ersetzt.

1. Analyse von Finanzinstrumenten

Im WpHG sowie der FinAnV finden zwei unterschiedliche Finanzanalysebegriffe Verwendung, die für die Zwecke dieses Schreibens im Folgenden als Finanzanalysen im engeren Sinne (i.e.S.) und Finanzanalysen im weiteren Sinne (i.w.S.) bezeichnet werden. Der Begriff der Finanzanalyse i.e.S. ist in § 34b Abs. 1 S. 1 WpHG definiert. Eine Finanzanalyse i.e.S. liegt demnach vor, wenn

- eine Information über ein Finanzinstrument im Sinne von § 34b Abs. 3 WpHG in Verbindung mit § 2 Abs. 2b WpHG oder dessen Emittenten, die
- eine direkte oder indirekte Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthält,
- einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden soll.

Auf die Art und Weise der Darbietung der Finanzanalyse (schriftlich, elektronisch oder auf sonstige Weise, wie z.B. im Rahmen von öffentlichen Auftritten) kommt es dabei nicht an.

Daneben findet der Begriff Finanzanalyse in § 34b Abs. 5 S. 3 WpHG sowie in § 5a Abs. 1 S. 1 FinAnV in einem erweiterten Sinne Anwendung und umfasst

- Finanzanalysen von Wertpapierdienstleistungsunternehmen über Finanzinstrumente im Sinne des § 2 Abs. 2b WpHG (ohne die in § 34b Abs. 3 WpHG vorgenommene Einschränkung) oder deren Emittenten,
- die von diesen an Kunden oder in der Öffentlichkeit verbreitet werden sollen oder deren Verbreitung wahrscheinlich ist.

Die Vorschriften für Finanzanalysen i.w.S. gelten damit nur für Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Diese haben zu prüfen, ob es sich möglicherweise um eine Finanzanalyse i.w.S. handelt, sofern keine Finanzanalyse i.e.S. vorliegt, weil entweder kein Finanzinstrument i.S.d. § 34b Abs. 3 WpHG Gegenstand der Bewertung ist, oder weil die Analyse nicht einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden soll. Eine Finanzanalyse i.w.S. ist dann gegeben, wenn sich die Analyse auf ein Finanzinstrument i.S.d. § 2 Abs. 2b WpHG bezieht und/oder unter Kunden eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens verbreitet werden soll.

Da die Erstellung, Verbreitung oder Weitergabe von Finanzanalysen eine Wertpapiernebenleistung im Sinne des § 2 Abs. 3a Nr. 5 WpHG ist, gelten für von Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellte Finanzanalysen grundsätzlich die allgemeinen Vorschriften des sechsten Abschnitts des WpHG, sofern diese inhaltlich auf Finanzanalysen anwendbar sind.¹ Die bestehenden rechtlichen Anforderungen an Finanzanalysen i.e.S. bleiben davon unberührt.

2. Information über Finanzinstrumente oder deren Emittenten, die direkt oder indirekt eine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthält (§§ 2 Abs. 3a Nr. 5, 34b Abs. 1 S. 1 und Abs. 5 S. 3 WpHG)

Eine Finanzanalyse setzt voraus, dass

- eine Information über ein oder mehrere Finanzinstrument/e oder dessen/deren Emittenten erstellt wird, die
- eine Empfehlung eines Finanzinstrumentes für eine bestimmte Anlageentscheidung (z.B. „kaufen“/„verkaufen“ oder ein Preis-/Kursziel) beinhaltet.

a) Eine **Information** über ein Finanzinstrument oder dessen Emittenten, die eine **Empfehlung** beinhaltet, liegt vor, wenn neben der Empfehlung bei einer materiellen Gesamtbetrachtung aller Umstände der Eindruck hervorgerufen wird, dass eine inhaltliche Auseinandersetzung mit dem betreffenden Finanzinstrument oder

¹ Vgl. Gesetzentwurf der Bundesregierung, BT-Drs. 16/4028 vom 12.01.2007, S. 67: "§ 34b Abs. 6 wird aufgehoben, da die hierin enthaltenen Regelungen nun durch die Umsetzung der Finanzmarkttrichtlinie in den Vorschriften des § 31 Abs. 1 enthalten sind."

dessen Emittenten stattgefunden hat. Eine Untersuchung des Finanzinstruments oder seines Emittenten, insbesondere eine Auswertung oder Bewertung von Unternehmensfinanz- oder Markthandelsdaten, ist dafür nicht zwingend erforderlich. Es reicht in der Regel aus, wenn durch die Tatsachen, Meinungen und/oder Kommentare, die im Zusammenhang mit der Empfehlung mitgeteilt werden oder – in Ausnahmefällen – durch die Art der Darbietung oder des Kontextes, in welchem die Empfehlung steht, der Anschein einer entsprechenden inhaltlichen Auseinandersetzung begründet wird.

Eine bloße Empfehlung, ohne dass zugleich der Eindruck einer inhaltlichen Auseinandersetzung mit dem Finanzinstrument oder dessen Emittenten vermittelt wird, genügt andererseits nicht für die Erstellung einer Finanzanalyse. Hiervon zu unterscheiden sind Sachverhalte, bei denen die bloße Empfehlung als Zusammenfassung einer von einem Dritten erstellten Finanzanalyse nach § 34b Abs. 2 WpHG anzusehen ist.

Unter den genannten Voraussetzungen kann auch eine technisch orientierte Betrachtung eines Finanzinstruments, die aus Kursverläufen der Vergangenheit zu erwartende künftige Entwicklungen ableitet oder ein Branchenreport, der mehrere Unternehmen behandelt und eine Empfehlung beinhaltet, eine Finanzanalyse sein.

Keine Finanzanalyse ist dagegen beispielsweise

- die Abbildung eines reinen Kurscharts, sofern der zukünftige Kursverlauf nicht prognostiziert wird,
- die Untersuchung eines Index,
- ein Bericht, der das volkswirtschaftliche, politische oder das Marktumfeld analysiert, ohne einzelne Finanzinstrumente zu empfehlen,
- das Musterdepot, wenn zu den enthaltenen Finanzinstrumenten oder deren Emittenten keine weiteren Informationen gegeben werden, die den Eindruck einer inhaltlichen Auseinandersetzung hervorrufen,
- die Portfolioempfehlung, die sich auf Regionen oder Branchen bezieht und keine einzelnen Finanzinstrumente oder deren Emittenten anspricht,
- der Optionsscheinrechner oder ein vergleichbares Instrument, mit dessen Hilfe aufgrund allgemein anerkannter Algorithmen statistische Daten ausgewertet werden,
- die reine Produktbeschreibung,
- die Unternehmensbeschreibung ohne direkte oder indirekte Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung,
- reines Werbematerial (z.B. Werbe- und sonstiges Informationsmaterial zur Vertriebsunterstützung), sofern es nicht den Anschein einer unvoreingenommenen

Information erweckt und keine Werbemitteilung i.S.d. § 31 Abs. 2 S. 4 Nr. 2 WpHG darstellt (s.u.),

- die bloße Wiedergabe von Unternehmensnachrichten ohne direkte oder indirekte Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung,
- die aufgrund einer gesetzlichen Pflicht erstellte Information (z.B. Ad-hoc-Mitteilung gemäß § 15 WpHG, Börsenzulassungs- oder Verkaufsprospekt, Information einer Kapitalanlagegesellschaft oder ausländischen Investmentgesellschaft nach dem Investmentgesetz),
- die ohne den Eindruck einer inhaltlichen Auseinandersetzung zu einem Finanzinstrument oder dessen Emittenten abgegebene Anlageempfehlung („Wir empfehlen die X-Aktie zum Kauf“),
- die bloße Zusammenstellung eigener Empfehlungen (Empfehlungslisten); bei Listen mit Zusammenfassungen von Finanzanalysen Dritter ist jedoch § 34b Abs. 2 WpHG zu beachten.

b) Für eine Finanzanalyse ist stets auch eine **Empfehlung** eines Finanzinstrumentes oder dessen Emittenten erforderlich (s.o. unter a)). Solche Empfehlungen für bestimmte Anlageentscheidungen werden direkt ausgesprochen, beispielsweise in Form der Empfehlung, bestimmte Finanzinstrumente zu kaufen, zu halten oder zu verkaufen, oder sie erfolgen indirekt, etwa indem bestimmte Kursziele genannt werden.

Bei einer **indirekten Empfehlung** für eine bestimmte Anlageentscheidung ist es ausreichend, aber auch erforderlich, dass bei einer Gesamtbetrachtung der Äußerung hinreichend deutlich zum Ausdruck kommt, wie der aktuelle oder zukünftige Kurs bzw. Wert eines Finanzinstruments beurteilt wird. Eine Bewertung, die für den Empfänger deutlich erkennbar lediglich vergangene Ereignisse darstellt oder beurteilt ohne zugleich Stellung zum gegenwärtigen oder künftigen Wert oder Kurs des Finanzinstrument zu nehmen, stellt keine indirekte Anlageempfehlung dar (z.B. Ranking-Listen aufgrund der Betrachtung der zurückliegenden Performance eines Finanzinstruments).

Dementsprechend stellt auch die Erläuterung bereits abgeschlossener Transaktionen im Rahmen der individuellen Vermögensverwaltung oder einer Fondsverwaltung in der Regel keine indirekte Anlageempfehlung dar.

Indirekte Empfehlungen können unter den genannten Voraussetzungen beispielsweise bei den folgenden Aussagen vorliegen:

- „Die Aktie ist überbewertet“
- „Die Anleihe ist unterbewertet“

- „Der Fonds / das Zertifikat verfügt über hohes Erholungspotential“
- „Outperformer“
- „Underperformer“
- „Bullische Aktien“
- „Bärische Aktien“
- „Unsere Besten“
- „Tipp des Tages“
- „Trading-Idee“
- „Top Player“

3. Einem *unbestimmten Personenkreis* zugänglich gemacht werden soll (§ 34b Abs. 1 S. 1 WpHG)

Eine Finanzanalyse im Sinne von § 34b Abs. 1 S. 1 WpHG setzt voraus, dass die Finanzanalyse – gegebenenfalls auch von vornherein durch einen Dritten – 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 im Sinne der Richtlinien 2003/6/EG,² 2003/125/EG³ sowie 2006/73/EG⁴ bestimmt ist. Ein Verbreitungskanal ist ein Kanal, der die Finanzanalyse einer entsprechend großen Anzahl von Personen zugänglich macht, die einer Verbreitung an die Öffentlichkeit gleichkommt (z.B. Auslage in den Geschäftsräumen, Internet, sonstige Medien, aber auch ein entsprechend großer Post- oder E-Mail-Verteiler).

Eine Finanzanalyse liegt nicht vor, wenn die Empfehlung für eine konkrete, die individuellen Verhältnisse eines bestimmten Kunden berücksichtigende Anlageberatung erstellt wird. Eine auf die individuelle Situation des Beratenen zugeschnittene und z.B. dessen persönliche, finanzielle oder steuerliche Verhältnisse berücksichtigende Empfehlung im Rahmen einer Anlageberatung ist nicht schon deshalb gegeben, weil sie gegenüber ausgewählten Kunden, etwa in Verbindung mit einem persönlichen Anschreiben, abgegeben wird. Entscheidend ist, dass die der Empfehlung zu Grunde liegenden Erwägungen inhaltlich die Situation des konkreten Kunden bzw. der konkreten Kundengruppe bereits bei der

² ABl. der EG Nr. L 96/16 vom 12.04.2003

³ ABl. der EG Nr. L 339/73 vom 24. 12.2003

⁴ ABl. der EG Nr. L 241/26 vom 02.09.2006

Erstellung der Empfehlung berücksichtigen und sich dies in einer persönlichen Empfehlung niederschlägt.⁵

Informelle kurzfristige Anlageempfehlungen, die aus der Verkaufs- oder Handelsabteilung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens stammen und an die Kunden weitergegeben werden (z.B. „Sales-Notes“ und „Morning-Notes“) stellen keine Finanzanalysen i.e.S. dar. Voraussetzung ist insoweit jedoch, dass sie nicht der Öffentlichkeit oder einer großen Anzahl von Personen, beispielsweise über Verbreitungskanäle oder die Medien, zugänglich gemacht werden oder gemacht werden sollen (s.o.). Die Bezeichnung der Information ist für die Einordnung nicht entscheidend. Die Frage, ob informelle kurzfristige Anlageempfehlungen, die aus der Verkaufs- oder Handelsabteilung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens stammen und an die Kunden weitergegeben werden, als Finanzanalysen i.w.S. anzusehen sind, erfordert im Interesse einheitlicher Rahmenbedingungen aller Marktteilnehmer eine Klärung auf europäischer Ebene. Vorbehaltlich einer solchen wird die bisher für Finanzanalysen i.e.S. getroffene Regelung bis auf Weiteres auch auf Finanzanalysen i.w.S. angewandt.

4. Öffentlich verbreiten und weitergeben (§ 34b Abs. 1 S. 2 bzw. Abs. 5 S. 3 WpHG)

Eine Finanzanalyse wird dann gemäß § 34b Abs. 1 S. 2 bzw. Abs. 5 S. 3 WpHG öffentlich verbreitet, wenn sie der Öffentlichkeit oder einer großen Anzahl von Personen zugänglich gemacht wird (z.B. durch Postversand, per E-Mail oder durch Einstellen in das Internet). Ein bloßer Ausschluss Hinweis (Disclaimer) verhindert nicht, dass die Finanzanalyse öffentlich verbreitet wird.

Für die öffentliche Verbreitung ist es nicht von Bedeutung, ob die Finanzanalyse dem Empfänger bereits aus anderen Quellen bekannt ist oder hätte bekannt sein können.

Eine Finanzanalyse wird dann weitergegeben, wenn diese von einer anderen Person als derjenigen, die für die Erstellung der Finanzanalyse verantwortlich ist, zugänglich gemacht wird. Die Zahl der Empfänger der Finanzanalyse ist bei der Weitergabe nicht entscheidend.

Der Weitergeber einer Finanzanalyse darf grundsätzlich darauf vertrauen, dass das für die Erstellung der Analyse verantwortliche Unternehmen seine Verpflichtungen aus § 34b WpHG und der FinAnV ordnungsgemäß erfüllt hat, sofern es sich bei dem für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen um ein inländisches, durch die BaFin beaufsichtigtes Unternehmen handelt. Hiervon ist bei Wertpapierdienstleistungsunternehmen sowie nach § 34c WpHG

⁵ Weitere Informationen zum Tatbestand der Anlageberatung finden sich in dem gemeinsamen Informationsblatt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der Deutschen Bundesbank zum neuen Tatbestand der Anlageberatung (abrufbar unter www.bafin.de).

angezeigten Personen auszugehen. Für journalistisch tätige Unternehmen gilt dies, wenn Sie entweder nach § 34c WpHG bei der BaFin angezeigt sind oder aber gem. § 34b Abs. 4 WpHG über eine mit den Bestimmungen des § 34b Abs. 1, 2 und 5 sowie des § 34c WpHG vergleichbare Selbstregulierung verfügen. Von einer solchen Anzeige bzw. Selbstregulierung darf in Ermangelung von Anhaltspunkten für das Gegenteil ausgegangen werden.

Von der dargestellten Regelung ausgenommen sind Sachverhalte, bei denen der Ersteller die an eine Finanzanalyse zu stellenden Anforderungen evident nicht eingehalten hat, etwa weil die Analyse ausdrücklich nur zur internen Verwendung im Konzern oder Finanzverbund bestimmt ist.

Für die Weitergabe von Finanzanalysen, die in einem anderen Mitgliedsstaat des Europäischen Wirtschaftsraumes (EWR) erstellt worden sind, gelten die gemachten Ausführungen entsprechend, sofern das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen der Aufsicht des jeweiligen Mitgliedsstaates unterliegt. Für Finanzanalysen, die außerhalb des EWR erstellt worden sind, gilt das zuvor Gesagte entsprechend, wenn die Finanzanalyse vor der Weitergabe bzw. öffentlichen Verbreitung im Inland bereits in einem anderen Mitgliedsstaat des EWR weitergegeben bzw. öffentlich verbreitet wurde und dieser Vorgang der Aufsicht des betreffenden Mitgliedsstaates unterliegt.

In Fällen, in denen die Finanzanalyse weder gemäß den vorgenannten Grundsätzen in einem anderen Mitgliedsstaat des EWR erstellt, weitergegeben oder zuvor öffentlich verbreitet wurde, gelten diese Ausführungen nicht. Da hier eine Überwachung der Einhaltung der europäischen Vorgaben durch eine andere zuständige Stelle nicht sichergestellt ist, bleibt derjenige, der die Finanzanalyse in Deutschland weitergibt oder öffentlich verbreitet dafür verantwortlich, im Rahmen des ihm Möglichen selbst zu prüfen, ob die Finanzanalyse in Übereinstimmung mit den Vorgaben des § 34b WpHG und der FinAnV erstellt worden ist. Sofern dies nicht der Fall ist, ist eine öffentliche Verbreitung oder Weitergabe im Inland unzulässig (§ 34b Abs. 1 S. 2 WpHG).

5. Werbemitteilungen i.S.d. § 31 Abs. 2 S. 4 Nr. 2 WpHG

Bei Werbemitteilungen i.S.d. § 31 Abs. 2 S. 4 Nr. 2 WpHG handelt es sich um von Wertpapierdienstleistungsunternehmen verbreitete Finanzanalysen i.e.S. oder i.w.S., bei deren Erstellung die Organisationsvorschriften des § 33b Abs. 5 und 6 WpHG sowie des § 34b Abs. 5 WpHG in Verbindung mit § 5a FinAnV oder vergleichbare ausländische Vorschriften ganz oder teilweise nicht eingehalten wurden. Im Gegenzug für die Nichteinhaltung dieser organisatorischen Maßnahmen müssen solche Finanzanalysen gemäß § 31 Abs. 2 S. 4 Nr. 2 WpHG eindeutig als Werbemitteilung gekennzeichnet und mit einem Hinweis versehen sein, dass sie nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügen und dass sie einem Verbot des Handels vor der

Veröffentlichung von Finanzanalysen (vgl. § 33b Abs. 5 und 6 WpHG) nicht unterliegen. Außer den genannten Organisationsvorschriften finden im übrigen jedoch, soweit jeweils einschlägig, alle Vorschriften zur sachgerechten Erstellung und Darbietung sowie Offenlegung von Interessenkonflikten Anwendung.

Die vorgenannten Ausführungen gelten nicht für reines Werbematerial, da es sich hierbei nicht um Finanzanalysen handelt (siehe oben unter 2. a)). Für dieses bedarf es weder einer besonderen Kennzeichnung, noch eines besonderen Hinweises gemäß § 31 Abs. 2 S. 4 Nr. 2 WpHG.

6. Sonstige Rechtsbegriffe

Ferner ist bislang die Frage ungeklärt, wie einige weitere unbestimmte Rechtsbegriffe in § 34b WpHG und der FinAnV zu interpretieren sind. Problematisch sind insoweit insbesondere

- die Definition des Begriffs "verbundenes Unternehmen",
- die Berechnung der "wesentlichen Beteiligung" gem. § 5 Abs. 3 Nr. 1 FinAnV,
- die Frage, welche Fallgestaltungen als "sonstige bedeutende finanzielle Interessen" gem. § 5 Abs. 3 Nr. 2 e) FinAnV offen zu legen sind und
- die Frage, welcher Zeitraum noch als "zeitnahe" Erhebung der offen zu legenden Angaben im Sinne des § 6 Abs. 1 S. 3 FinAnV zu bewerten ist.

Nach Abwägung der zu berücksichtigenden Argumente habe ich entschieden, hinsichtlich dieser unbestimmten Rechtsbegriffe in absehbarer Zeit weiterhin keine allgemeinen, konkretisierenden Auslegungsleitlinien zu veröffentlichen. Es bleibt vielmehr grundsätzlich den Unternehmen überlassen, ausgehend von ihrer jeweiligen konkreten Situation eine angemessene Lösung für ihre Offenlegungspraxis zu entwickeln. Die konkrete Ausgestaltung der rechtlichen Anforderungen wird damit in die Verantwortung der einzelnen Unternehmen gelegt, die sachgerechte, ihrer jeweiligen Situation angemessene Vorkehrungen zur Erfüllung der gesetzlichen Vorgaben zu treffen haben. Durch diese Maßnahme soll die Eigenverantwortung der Unternehmen gestärkt und die europaweite Verwendung von Analysen von Finanzinstrumenten erleichtert werden.

Die BaFin wird die getroffenen Regelungen im Rahmen ihrer Aufsichtstätigkeit näher betrachten.

7. Anforderungen gemäß § 31d WpHG und die Übernahme von Reise- und Unterbringungskosten der Finanzanalysten durch Emittenten im Rahmen von Analystenkonferenzen und -veranstaltungen

Eine Übernahme von Reise- und Unterbringungskosten seitens des Emittenten für Analysten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen soll wegen des Auftretens möglicher Interessenkonflikte grundsätzlich unterbleiben.

Ich gehe daher davon aus, dass sich bereits heute bei den Marktteilnehmern die Praxis durchgesetzt hat, die Übernahme von Reise- und Unterbringungskosten durch Emittenten ebenso abzulehnen, wie dies bei Präsenten von Emittenten an Finanzanalysten der Fall ist.

Die Beachtung dieser Verhaltensgrundsätze (im Sinne einer „best practice“) stellt für Wertpapierdienstleistungsunternehmen eine Form der Erfüllung der Vorschriften des § 31d Abs. 2 WpHG i.V.m. § 5a Abs. 2 Nr. 2 FinAnV dar. Allen anderen Personen wird unter Hinweis auf den Erwägungsgrund (37) der Richtlinie der EU-Kommission 2006/73/EG empfohlen, sich ebenfalls an diesen Grundsätzen zu orientieren. Ich bitte in diesem Zusammenhang auch zu beachten, dass die genannten Grundsätze in gleicher Weise von den Analystenverbänden DVFA und GCFAS in ihren Standesregeln getragen werden.

Im Auftrag

gez. Dr. Birnbaum