



KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN

Brüssel, den 12.12.2006  
KOM(2006) 789 endgültig

**MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DEN RAT UND DAS EUROPÄISCHE  
PARLAMENT**

**Finanzanalysen und Finanzanalysten**

**{SEK(2006) 1655}**

# MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DEN RAT UND DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT

## Finanzanalysen und Finanzanalysten

(Text von Bedeutung für den EWR)

### 1. EINLEITUNG

Ziel dieser Mitteilung ist es, eine Bestandsaufnahme der jüngsten europäischen Rechtsvorschriften auf dem Gebiet der Finanzanalysen und der Finanzanalysten vorzunehmen und den Interessengruppen praktische Leitlinien dazu an die Hand zu geben. Außerdem soll auf den Bericht der Forumgruppe für Finanzanalysten<sup>1</sup> eingegangen werden, deren Arbeiten in die Abfassung der Rechtsvorschriften eingeflossen sind.

Diese Mitteilung geht zum größten Teil auf die Frage der Interessenkonflikte ein und stellt die wesentlichen europäischen Rechtsvorschriften dar, die dieses Thema spezifisch behandeln. Im Schlussteil wird zudem auf andere Fragen eingegangen (Registrierung der Analysten, unabhängige Analyse, Beziehungen der Emittenten zu den Analysten und Unterrichtung und Ausbildung der Anleger).

### 2. HINTERGRUND

#### 2.1. Rolle der Finanzanalysen

Die unmittelbare Verfügbarkeit verschiedener Arten von Finanzinformationen gewährleistet eine angemessene Preisbildung, hilft den Emittenten bei der Beschaffung von Fremdkapital und von Beteiligungskapital auf den Primärmärkten und schafft tiefe, liquide Sekundärmärkte für Finanzinstrumente.

Die Finanzanalysten, die die Finanzanalysen erstellen, spielen eine wichtige Rolle im 'Ökosystem' für Finanzinformationen, die die Grundlage der Finanzmärkte bilden. Die Analysten verarbeiten die Rohinformationen zu leichter verständlichen Analysen. Diese Analysen werden sodann von den Anlegern dazu verwendet, Anlageentscheidungen zu treffen, oder von Intermediären, um weitere Finanzanalysen oder aber Anlageberatungen vorzunehmen oder Marketingmitteilungen zu erstellen.

Die Regulierung des Bereichs der Finanzanalysen und der Finanzanalysten, die diese erstellen, sollte behutsam erfolgen. Außerdem sollte sie den zahlreichen

---

<sup>1</sup> Forumgruppe für Finanzanalysten: Wohlverhaltenspraktiken in einem integrierten europäischen Finanzmarkt (' Best practices in an integrated European financial market'), September 2003; S.: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/mobil/finanalysts/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/finanalysts/index_en.htm).

Rollen Rechnung tragen, die den Analysen zukommen. Zudem ist es von vorrangiger Bedeutung sicherzustellen, dass eine derartige eventuelle Regulierung den Informationsfluss, der für die Anleger von potenziellem Wert ist, so wenig wie möglich einschränkt.

## **2.2. Aufsichtliche Überwachung der Finanzanalysen**

Seit dem Platzen der 'New Economy'-Blase im Jahr 2000 und mehrerer Insolvenzen bekannter Unternehmen im Anschluss daran wurden der Wert und die Kohärenz der Finanzanalysen weltweit einer verstärkten Überprüfung durch die Aufsichtsbehörden unterzogen.

In Europa standen vor allem nach dem Zusammenbruch von Enron entsprechende politische Fragen im Mittelpunkt des informellen Treffens der Wirtschafts- und Finanzminister in Oviedo vom April 2002. Unter anderem wurde die Kommission in diesem Zusammenhang aufgefordert, mögliche regulatorische Maßnahmen auf dem Gebiet der Finanzanalysen ins Auge zu fassen.

Die Kommission richtete sodann die Forumgruppe für Finanzanalysten ein, die sich aus Vertretern des Privatsektors, unabhängigen Beratern, Vertretern der Regulierungsbehörden und Berufsverbänden zusammensetzt, um über dieses Thema zu debattieren. Der Bericht der Gruppe wurde im September 2003 veröffentlicht und war anschließend Gegenstand einer öffentlichen Anhörung.

Diese Mitteilung stellt die Antwort der Kommission auf den Bericht der Forumgruppe und die öffentliche Konsultation dar. Vor der Abfassung dieser Antwort war es zunächst erforderlich, die europäischen Rechtsvorschriften auf dem Gebiet der Finanzanalysen zum Abschluss zu bringen. Dies erfolgte im September 2006 mit der Annahme der Durchführungsmaßnahmen zur Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente ('Markets in Financial Instruments Directive'/ MiFID<sup>2</sup>).

Ebenfalls im September 2003 veröffentlichte der Technische Ausschuss der Internationalen Organisation der Börsenaufsichtsbehörden ('International Organization of Securities Commissions'/ IOSCO) einen Bericht<sup>3</sup> und eine Grundsatzklärung<sup>4</sup> zu den Interessenkonflikten von Analysten. Auf diese Dokumente wird nachfolgend eingegangen.

Der Bericht der Forumgruppe sowie der IOSCO-Bericht und die IOSCO-Grundsatzklärung haben dazu beigetragen, der Debatte der Aufsichtsbehörden über Finanzanalysten eine Form zu geben. Im Mittelpunkt dieser Diskussion stand das mitunter schlechte Konfliktmanagement innerhalb der Unternehmen, die Finanzanalysen erstellen, das zu verzerrten Aussagen führt.

---

<sup>2</sup> Vgl. Abschnitt 5.

<sup>3</sup> IOSCO Technical Committee, Report on Analyst Conflicts of Interest (September 2003) at <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD152.pdf>

<sup>4</sup> IOSCO Technical Committee, Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest (September 2003) unter <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD150.pdf>

Finanzanalysten sehen sich mit einer Reihe von möglichen Konflikten konfrontiert, die ihr objektives Urteilsvermögen beeinträchtigen können. So können sie sich Interessen des Unternehmens oder einer bestimmten Gruppe von Kunden gegenüber sehen, die mit den Interessen der Empfänger der Finanzanalysen kollidieren. Als Beispiel seien hier u.a. die Interessen der Emittenten angeführt, wenn es um die Veräußerung ihrer Wertpapiere geht, und diejenigen der Unternehmensfinanzierer, wenn es um die Übernahme und die Wahrung des Emissions- und des Platzierungsgeschäfts geht. Sofern es sich bei dem Unternehmen um einen Eigenhändler handelt, hat es ein Interesse am Verkauf von Finanzinstrumenten. Betreibt ein Unternehmen hingegen das Vermittlungsgeschäft wie das Aktien-Broker-Geschäft auf Provisionsbasis, so hat es ein geschäftliches Interesse an der Generierung von Aufträgen. All diese Interessen können die Objektivität des Analysten einschränken.

### 2.2.1. *Bericht der Forumgruppe*

Im Mittelpunkt des Berichts der Forumgruppe standen auch die Verhinderung, die Handhabung, die Überwachung und die Offenlegung von Interessenkonflikten im Bereich der Finanzanalysen. Die Empfehlungen betrafen insbesondere folgende Punkte: Interessenkonflikte infolge der Einbeziehung der Analysten in das Angebot von Wertpapieren und andere Unternehmensfinanzierungsarbeiten; Wohlverhaltensregeln für Unternehmen, die Wertpapiere emittieren; Vergütung von Analysten; Wertpapierhandel durch Analysten; Qualifikationen; Vertrieb der Finanzanalysen auf dem Privatkundenmarkt. In **Anhang 1**<sup>5</sup> werden die Empfehlungen der Forumgruppe noch detaillierter erläutert.

Nachdem die Kommission um Kommentare zu den Empfehlungen der Forumgruppe gebeten hatte, zeichnete sich eine breite Unterstützung des von der Gruppe vorgeschlagenen auf Grundsätzen basierenden Ansatzes sowie für viele spezifische Empfehlungen der Gruppe ab, zu denen auch jene zählten, die die Handhabung von Interessenkonflikten zum Gegenstand haben. Auch bestand eine gewisse Unterstützung für einen europäischen Rahmen mit Mindeststandards. Allerdings wurde diesbezüglich auch der Wunsch geäußert, dass die europäischen Standards weitestgehend mit den in anderen wichtigen Rechtsprechungen<sup>6</sup> angenommenen identisch sein sollten.

### 2.2.2. *Der IOSCO-Bericht und die IOSCO-Grundsaterklärung*

Auch wenn sie weder für die Mitgliedstaaten noch für die Gemeinschaft insgesamt<sup>7</sup> rechtlich verbindlich sind, haben die IOSCO-Grundsätze dennoch

---

<sup>5</sup> Alle in dieser Mitteilung enthaltenen Anhänge sind Gegenstand des Arbeitsdokuments der Kommissionsdienststellen mit dem Titel "Investment research and financial analysts – Annexes" (SEK (2006) 1655) (nur in Englisch verfügbar).

<sup>6</sup> Für weitere Einzelheiten s. Zusammenfassung der Antworten unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/analysts/contributions/contributions-summary\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/analysts/contributions/contributions-summary_en.pdf)

<sup>7</sup> An dieser Stelle sei darauf verwiesen, dass Europa in der IOSCO lediglich auf Ebene der Regulierungsbehörden bestimmter Mitgliedstaaten vertreten ist.

Überzeugungscharakter. Sie stellen einen von den in der IOSCO vertretenen Regulierungsbehörden unternommenen Versuch dar, sich auf Grundsatzebene über wichtige Fragen im Bereich der Wertpapierregulierung zu einigen. Auf dem Gebiet der Finanzanalysen, auf dem viele Analysten auf weltweiter Basis forschen, ist es ganz besonders wünschenswert, dass die Regulierungsbehörden konsistente Vorschriften umsetzen können.

Die vom Technischen Ausschuss der IOSCO ausgegebenen Grundsätze betreffen folgende Punkte:

- Identifizierung und Beseitigung sowie Vermeidung, Handhabung oder Offenlegung von Interessenkonflikten, mit denen Analysten konfrontiert sind;
- Integrität der Analysten und ihrer Analysen; und
- Unterrichtung und Ausbildung der Anleger hinsichtlich der derzeitigen und potenziellen Interessenkonflikte, mit denen sich Analysten auseinandersetzen müssen.

Die Grundsätze und die jeweiligen einschlägigen Maßnahmen zu ihrer Umsetzung sind Gegenstand von **Anhang 2**.

Auch wenn die Grundsätze vor allem die Tätigkeiten von Analysten betreffen, die den Aktienverkauf im Auge haben (d.h. diejenigen, die in integrierten Investmentbanken oder als Broker/ Dealer arbeiten), wurde in den IOSCO-Papieren ausdrücklich erwähnt, dass "Analysten, die den Aktienverkauf im Auge haben, mit derlei Interessenkonflikten keineswegs allein stehen, und die in diesem Zusammenhang entwickelten Konzepte können auch in anderen Bereichen verwendet werden."<sup>8</sup> Im Begleitbericht wird ebenfalls spezifisch auf die "Interessenkonflikte, mit denen Analysten, die den Aktienverkauf und die Erstellung von Aktienanalysen im Auge haben, und die diese Analysen verwendenden Unternehmen konfrontiert sind"<sup>9</sup> hingewiesen.

### **3. EUROPÄISCHE RECHTSVORSCHRIFTEN, DIE INTERESSENKONFLIKTE IM BEREICH DER FINANZANALYSEN ZUM INHALT HABEN**

Die Frage der Interessenkonflikte im Bereich der Finanzanalysen wird bereits in zwei wichtigen europäischen Richtlinien behandelt. Dabei handelt es sich zum einen um die Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>10</sup> und zum anderen um die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente<sup>11</sup> ('Markets in Financial Instruments

---

<sup>8</sup> S. Absatz 2 der IOSCO-Grundsatzklärung.

<sup>9</sup> Abschnitt V, S. 14 des IOSCO-Berichts.

<sup>10</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. L.96 vom 12.04.2003, S.16.

<sup>11</sup> Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. L 145 vom 30.4.2004, S. 1 ABl. L 145

Directive' /MiFID). Die Marktmissbrauch-Richtlinie und ihre Durchführungsmaßnahmen sind bereits in allen Mitgliedstaaten in Kraft getreten. Die MiFID und ihre Durchführungsmaßnahmen sind von den Mitgliedstaaten bis zum 31. Januar 2007 umzusetzen und auf die Unternehmen ab dem 1. November 2007 anzuwenden.

### 3.1. Marktmissbrauchsrichtlinie

Artikel 6 Absatz 5 der Marktmissbrauchsrichtlinie enthält eine Anforderung, "wonach Personen, die (...) für Informationsverbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit bestimmte Informationen mit Empfehlungen oder Anregungen zu Anlagestrategien erstellen oder weitergeben, in angemessener Weise dafür Sorge tragen, dass die Information sachgerecht dargeboten wird, und etwaige Interessen oder Interessenkonflikte im Zusammenhang mit den Finanzinstrumenten, auf die sich die Information bezieht, offen gelegt werden."

Die Richtlinie 2003/125/EG<sup>12</sup>, mit der Artikel 6 Absatz 5 der Marktmissbrauchsrichtlinie umgesetzt wird, enthält eine umfassende Regelung für die Offenlegung von Interessenkonflikten, die im Zusammenhang mit Analyseempfehlungen entstehen (s. Zusammenfassung in **Anhang 3**).

Die Marktmissbrauchsrichtlinie und ihre Durchführungsrichtlinien 2003/124/EG<sup>13</sup> und 2004/72/EG<sup>14</sup> legen den Emittenten ebenfalls Beschränkungen auf, wenn es um die Offenlegung preissensibler Informationen an bestimmte Analysten vor ihrer Veröffentlichung für die übrigen Märkte geht.

Die Marktmissbrauchsrichtlinie und ihre Durchführungsmaßnahmen sind nicht auf Wertpapierfirmen im Sinne der MiFID<sup>15</sup> beschränkt und betreffen auch andere Ersteller von Empfehlungen, wie unabhängige Analysehäuser, Kreditinstitute und ähnliche.

---

vom 30.4.2004, S. 1. Geändert durch die Richtlinie 2006/31/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 5. April 2006 zur Änderung der Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente in Bezug auf bestimmte Fristen ABl. L 114, 27.04.2006, S. 60.

<sup>12</sup> Richtlinie 2003/125/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten, ABl. L 339 vom 24. 12. 2003, S. 73.

<sup>13</sup> Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl. L 339 vom 24.12.2003, S. 70.

<sup>14</sup> Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29. April 2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates — Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen, ABl.L 162 vom 30.4. 2004, S.70.

<sup>15</sup> S. Definition in Artikel 4 Absatz 1 Ziffer 1 der MiFID.

## 3.2. Die MiFID

Die MiFID legt *unter anderem* die organisatorischen Anforderungen und die Tätigkeitsbedingungen für zugelassene Wertpapierfirmen fest. Erbringt eine Wertpapierfirma Wertpapierdienstleistungen auf professioneller Basis für Dritte, so muss sie in der Regel gemäß der MiFID zugelassen sein und ihren sämtlichen Anforderungen genügen. Darunter fällt auch die Erbringung von Nebendienstleistungen wie z.B. die 'Wertpapier- und Finanzanalyse oder sonstige Formen allgemeiner Empfehlungen, die Geschäfte mit Finanzinstrumenten betreffen'<sup>16</sup>. Die Bestimmungen, die sich spezifisch auf die Finanzanalysen beziehen, sind Gegenstand einer Durchführungsrichtlinie zur MiFID ('die MiFID-Durchführungsrichtlinie')<sup>17</sup>.

### 3.2.1. Interessenkonflikte – Allgemeine Aspekte

Die MiFID geht die Frage der Interessenkonflikte im Allgemeinen an, indem Wertpapierfirmen dazu verpflichtet werden,

- alle angemessenen Maßnahmen zu ergreifen, um einschlägige Interessenkonflikte auszumachen, die bei der Erbringung von Wertpapier- und Nebendienstleistungen entstehen<sup>18</sup>;
- wirksame organisatorische und verwaltungsmäßige Vorkehrungen für angemessene Maßnahmen zu treffen, um zu verhindern, dass Interessenkonflikte den Kundeninteressen schaden<sup>19</sup>;
- in Fällen, in denen diese organisatorischen Vorkehrungen nicht ausreichen, nach vernünftigem Ermessen zu gewährleisten, dass das Risiko der Beeinträchtigung der Kundeninteressen vermieden wird und die allgemeine Natur und/ oder die Quellen von Interessenkonflikten eindeutig dargelegt werden, bevor die Wertpapierfirma Geschäfte im Namen des Kunden tätigt.<sup>20</sup>

In der MiFID-Durchführungsrichtlinie wird ausgeführt, dass Wertpapierfirmen ihre Politik auf dem Gebiet des Umgangs mit Interessenkonflikten schriftlich festlegen sollten, indem sie die Methoden spezifizieren, mittels deren sie die Interessenkonflikte bewältigen wollen, die bei der Erbringung der verschiedenen Wertpapier- und Nebendienstleistungen entstehen, zu denen auch die Anlageanalyse zählt<sup>21</sup>. Eine weitere wichtige Anforderung ist die notwendige Gewährleistung eines angemessenen Unabhängigkeitsgrades zwischen

---

<sup>16</sup> Unter Wertpapierdienstleistungen versteht man die in Anhang 1 Abschnitt A der MiFID genannten. Die Nebendienstleistungen werden in Anhang 1 Abschnitt B aufgelistet.

<sup>17</sup> Richtlinie 2006/73/EG der Kommission zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie bestimmte Begriffsdefinitionen für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABl. L 241 vom 2.09.2006, S. 26.

<sup>18</sup> Artikel 18 Absatz 1

<sup>19</sup> Artikel 13 Absatz 3

<sup>20</sup> Artikel 18 Absatz 2

<sup>21</sup> Artikel 22 der Durchführungsrichtlinie

Personen, die in verschiedenen Geschäftsbereichen tätig sind, in denen es zu Interessenkonflikten kommen kann, die den Interessen eines Kunden schaden könnten<sup>22</sup>. Die Richtlinie listet sodann eine Reihe organisatorischer Maßnahmen auf, mit denen der angemessene Grad an Unabhängigkeit in bestimmten Fällen gewährleistet werden soll, wie z. B. die Trennung der Beaufsichtigung oder die Vergütung für bestimmte Tätigkeiten<sup>23</sup>.

### 3.2.2. *Interessenkonflikte – Finanzanalysen*

Abgesehen von diesen allgemeinen Bestimmungen enthält die MiFID-Durchführungsrichtlinie spezifische Bestimmungen<sup>24</sup> zur Erstellung von Finanzanalysen. Sie gelten für Wertpapierfirmen, die die Erstellung von Finanzanalysen vornehmen oder für diese Sorge tragen, die sodann den Kunden oder dem Anlegerpublikum im Rahmen ihrer eigenen Verantwortung oder der von Mitgliedern der Gruppe zur Verfügung gestellt werden sollen oder wahrscheinlich zur Verfügung gestellt werden.

Finanzanalysen werden als eine Unterkategorie von Empfehlungen definiert<sup>25</sup>, so wie sie in Artikel 1 Absatz 3 der Richtlinie 2003/125/EG bestimmt werden. Um als Finanzanalyse in Frage zu kommen, müssen derlei Empfehlungen als solche betitelt oder beschrieben werden oder ansonsten als eine objektive oder unabhängige Analyse beschrieben werden, bei der es sich nicht um eine Anlageberatung handelt (d.h. um die Erstellung persönlicher Empfehlungen, die als für die betreffende Person geeignet dargestellt werden oder sich auf eine Prüfung der Verhältnisse dieser Person stützen).<sup>26</sup>

Im Falle der Anwendung der Bestimmungen gilt Folgendes:

- Die Wertpapierfirma muss sicherstellen, dass sie alle organisatorischen Maßnahmen der MiFID-Durchführungsrichtlinie im Hinblick auf Analysten und andere Personen<sup>27</sup> umsetzt, deren Aufgaben oder Geschäftsinteressen mit den Interessen der Zielgruppe der Finanzanalysen kollidieren können; diese Maßnahmen sehen eine wirksame Trennung der Tätigkeiten vor, die unterschiedlichen Kunden- oder Geschäftsinteressen dienen<sup>28</sup>; und
- die Wertpapierfirmen sollten andere spezifische Maßnahmen ergreifen, um die Objektivität der Finanzanalysen zu gewährleisten. Dabei ist es von großer Bedeutung, dass die Wertpapierfirma in diesem Zusammenhang relevanten Personen<sup>29</sup> bestimmte Handelsgeschäfte mit Finanzinstrumenten untersagt,

---

<sup>22</sup> Artikel 22 Absatz 3 der Durchführungsrichtlinie

<sup>23</sup> Artikel 22 Absatz 3 der Durchführungsrichtlinie

<sup>24</sup> Artikel 25 der Durchführungsrichtlinie

<sup>25</sup> Artikel 24 der Durchführungsrichtlinie

<sup>26</sup> Artikel 4 Absatz 1 Nummer 4 der MiFID-Richtlinie und Artikel 52 der MiFID-Durchführungsrichtlinie

<sup>27</sup> In Erwägungsgrund 30 der Durchführungsrichtlinie heißt es, dass diese Personen auch Mitarbeiter aus der Abteilung der Unternehmensfinanzierung sowie die Personen umfassen sollten, die am Verkauf und Handel im Namen von Kunden oder im Namen der Firma beteiligt sind.

<sup>28</sup> Artikel 22 Absatz 3 und Erwägungsgrund 36 der Durchführungsrichtlinie

<sup>29</sup> Dieser Begriff wird in Artikel 2 Absatz 3 der Durchführungsrichtlinie definiert.

wenn diese Personen Kenntnis vom wahrscheinlichen Zeitplan oder Inhalt der jeweiligen Finanzanalyse haben, die nicht öffentlich<sup>30</sup> ist. Das Gleiche gilt für persönliche Geschäfte, die entgegen den aktuellen Empfehlungen<sup>31</sup> getätigt werden. Darüber hinaus bestehen Beschränkungen<sup>32</sup> in Bezug auf die Annahme von Anreizen hinsichtlich der Finanzanalysen, des Versprechens günstiger Analysen und betreffend der Personen, die Entwürfe von Analysen überprüfen dürfen und für welche Zwecke.

Diese Anforderungen für die Erstellung von Finanzanalysen gelten auch für die wesentliche Abänderung von von Dritten erstellten Analysen.<sup>33</sup> Eine Wertpapierfirma indes, die die von einer dritten Person erstellten Analysen lediglich verbreitet, ist nicht an die zuvor genannten Folgen gebunden, sofern die die Analysen verbreitende Firma diese nicht wesentlich verändert und sich vergewissert, dass der Autor der Analysen den Anforderungen unterliegt oder eine Politik entwickelt hat, die den Anforderungen der MiFID-Durchführungsrichtlinie gleichwertig ist.<sup>34</sup>

### 3.2.3. *Offenlegung von Konflikten und Beziehung zur Marktmissbrauchsrichtlinie*

Hinsichtlich der Offenlegung von Konflikten bei der Finanzanalyse ergänzt die MiFID die detaillierte Regelung der Marktmissbrauchsrichtlinie durch folgende Anforderungen:

- für den Fall, dass organisatorische Vorkehrungen nicht ausreichen, um nach vernünftigem Ermessen zu gewährleisten, dass das Risiko der Beeinträchtigung von Kundeninteressen vermieden wird, Offenlegung dieser Tatsache<sup>35</sup> und
- Offenlegung der Politik der Wertpapierfirma auf dem Gebiet der Interessenkonflikte.<sup>36</sup>

Es ist beabsichtigt, die MiFID-Richtlinie und die Marktmissbrauchsrichtlinie nahtlos ineinander greifen zu lassen. Die "Empfehlungen" im Sinne der Richtlinie 2003/125/EG (sofern sie von einer Wertpapierfirma erstellt wurden) sollten lediglich Finanzanalysen für MiFID-Zwecke oder Marketingmitteilungen für MiFID-Zwecke enthalten. Empfehlungen einer Wertpapierfirma, die keine Finanzanalysen darstellen, müssen klar als Marketingmitteilungen<sup>37</sup> erkennbar sein sowie einen klaren und deutlichen Hinweis darauf (bzw. im Falle mündlicher Empfehlungen dahingehend) enthalten, dass sie nicht gemäß diesen

---

<sup>30</sup> Artikel 25 Absatz 2 Buchstabe a der Durchführungsrichtlinie

<sup>31</sup> Artikel 25 Absatz 2 Buchstabe b der Durchführungsrichtlinie

<sup>32</sup> Artikel 25 Absatz 2 Buchstabe c bis e der Durchführungsrichtlinie

<sup>33</sup> Erwägungsgrund 35 der Durchführungsrichtlinie

<sup>34</sup> Artikel 25 Absatz 3 der Durchführungsrichtlinie

<sup>35</sup> Artikel 18 Absatz 2 der MiFID-Richtlinie

<sup>36</sup> Artikel 19 Absatz 3 der MiFID-Richtlinie und Artikel 30 Absatz 1 der MiFID-Durchführungsrichtlinie

<sup>37</sup> Artikel 19 Absatz 2 der MiFID

Standards erstellt wurden, die der Förderung der Objektivität der Finanzanalysen dienen.<sup>38</sup>

Das Diagramm in **Anhang 4** erläutert die Beziehung zwischen den Empfehlungen, Marketingmitteilungen, Anlageberatungen und Finanzanalysen.

#### 4. SONSTIGE FRAGEN

Die wichtigsten noch ungeklärten Fragen im Bericht der Forumgruppe und in den IOSCO-Grundsätzen betreffen folgende Aspekte:

- Möglichkeit einer obligatorischen **Registrierung** der Analysten, eventuell in Verbindung mit **Berufsqualifikationen**;
- regulatorische und wettbewerbsmäßige Stellung **unabhängiger** Finanzanalyseinstitute gegenüber der Erbringung von Finanzanalysen durch Investmentbanken;
- Frage, ob es wünschenswert ist, Wohlverhaltens- oder 'Corporate Governance'-Regeln für die **Beziehungen der Emittenten zu den Analysten** einzuführen; und
- die wichtige Rolle, die der **Unterrichtung und der Ausbildung** der Anleger bei der Handhabung des Problems von Interessenkonflikten auf dem Gebiet der Finanzanalysen zukommt.

##### 4.1. Registrierung von Analysten

Die Kommission hat beschlossen, derzeit keine obligatorische Registrierung für Analysten vorzuschlagen, die an Berufsqualifikationen gebunden ist. Die Forumgruppe war sich über die Notwendigkeit uneins, ob Analysten obligatorischen Mindestanforderungen für die Qualifikation<sup>39</sup> unterworfen werden sollten. Allerdings bestehen keinerlei ausreichende Nachweise dafür, dass die Probleme der Voreingenommenheit von Analysten von mangelnden Qualifikationen herrühren. Vielmehr scheint die Ursache hierfür ein Versagen der Firmen bei der Handhabung von Interessenkonflikten zu sein, die sich bei der Erstellung von Finanzanalysen ergeben. Auf diese Themen geht die MiFID<sup>40</sup> ein. Zudem stellt die obligatorische Registrierung von Analysten auch keine der IOSCO-Schlüsselmaßnahmen dar.

##### 4.2. Unabhängige Analysen

Die Kommission vertritt nicht die Auffassung, dass zwischen den von unabhängigen Finanzanalyseinstituten und den von Wertpapierfirmen erstellten Analysen unbedingt inhärente Qualitätsunterschiede bestehen. Während die unabhängigen Institute ihre Kosten durch deren Weitergabe an ihre Kunden

---

<sup>38</sup> Artikel 24 Absatz 2 der Durchführungsrichtlinie  
<sup>39</sup> s. Bericht der Forum-Gruppe S. 50 (zitiert in Fußnote 1).  
<sup>40</sup> S. die unter Abschnitt 3.2 genannten Bestimmungen.

decken müssen, werden zahlreiche von den Investmentbanken erstellte Analysen durch institutionelle Anleger (bzw. deren von ihnen abhängige Kunden) lediglich indirekt finanziert. Dieser Vorgang kann oftmals recht undurchsichtig sein und die Zuweisung der jeweiligen Verantwortung ist nicht immer leicht.

Diese Themen werden sehr ausführlich in der MiFID und in ihren Durchführungsmaßnahmen behandelt. So gestatten die Durchführungsmaßnahmen für Anreize lediglich, dass Wertpapierfirmen (wie z.B. Portfolioverwalter) diese nur dann von Dritten (wie z.B. Brokern) akzeptieren, wenn sie ihren Kunden unmissverständlich offen gelegt werden, und nur dann, wenn sie der Verbesserung der Qualität der Erbringung der jeweiligen Wertpapier- oder Nebendienstleistungen für den Kunden dienen. Überdies darf die Annahme von Anreizen die Wertpapierfirma nicht dabei behindern, pflichtgemäß im besten Interesse des Kunden zu handeln<sup>41</sup>. Diese Maßnahmen sind besonders für sogenannte 'gebündelte' (*'bundled'*) oder 'abgeschwächte' (*'softed'*)<sup>42</sup> Dienstleistungen relevant, die Portfolioverwalter von Broker-Häusern oder in deren Namen erhalten<sup>43</sup>. Der Erhalt und die Erbringung 'abgeschwächter' und 'gebündelter' Analysedienstleistungen sind auch nach der MiFID-Umsetzung zulässig. Dies gilt allerdings nur für Fälle, in denen sie ausdrücklich gerechtfertigt werden können und nachgewiesen wird, dass sie die strengen in den Rechtsvorschriften vorgesehenen Auflagen erfüllen. Dies gewährleistet, dass die von Banken intern erstellten Analysen und die von unabhängigen Investmenthäusern im Rahmen sogenannter 'Provisionsteilungsvereinbarungen' erbrachten Analysen unter Wettbewerbsgesichtspunkten gleich gestellt sind.<sup>44</sup>

#### 4.3. Beziehungen der Emittenten zu den Analysten

Die Kommission nimmt zur Kenntnis, dass die Konsultation zum Bericht der Forumgruppe die Unterstützung bestimmter Formen von Wohlverhaltens- oder 'Corporate Governance'-Regeln für die **Beziehungen der Emittenten zu den Analysten** verdeutlichte.

Die MiFID-Richtlinie und die Marktmissbrauchsrichtlinie mit ihren strengen Vorschriften für die Handhabung und die Offenlegung von Interessenkonflikten

---

<sup>41</sup> Artikel 26 der Durchführungsrichtlinie.

<sup>42</sup> Unter 'gebündelten' Dienstleistungen versteht man diejenigen Dienstleistungen, die eine Wertpapierfirma für ihre Kunden (z.B. institutionelle Anleger) im Rahmen eines Gesamtdienstleistungspakets erbringt und für die eine einzige Gebühr, in der Regel eine Provision, gezahlt wird. Unter 'abgeschwächten' Dienstleistungen versteht man jene, die den Kunden im Rahmen eines Pakets erbracht werden und für die eine einzige Gebühr fällig ist, die aber nicht von der besagten Wertpapierfirma selbst, sondern von einer anderen mit ihr eine Vereinbarung habende Partei erbracht wird.

<sup>43</sup> Dies gilt für im Rahmen der MiFID zugelassene Dienstleister, die eine individuelle Portfolioverwaltung betreiben, und auch für OGAW-Verwalter aufgrund von Artikel 5 Absatz 3 der OGAW-Richtlinie (Richtlinie 85/611/EWG des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. Nr. 375 vom 31.12.1985, S. 3).

<sup>44</sup> S. auch Erwägungsgrund 37 der Durchführungsrichtlinie, in dem empfohlen wird, dass unabhängige Finanzanalyseinstitute MiFID-ähnliche Standards für die Handhabung von Interessenkonflikten und die Offenlegung übernehmen.

sowie für die Vorlage von Analysen hindern die Emittenten daran, einen ungebührlichen redaktionellen Einfluss auf die von Wertpapierfirmen erstellten Analysen auszuüben. Auch untersagen sie den Emittenten die Offenlegung von preissensiblen Informationen für Analysten vor ihrer Veröffentlichung für die übrigen Märkte, es sei denn, die Analysten wurden zu Insidern gemacht und unterliegen Vertraulichkeitspflichten.

Nach Auffassung der Kommission können die Wohlverhaltensregeln von Berufs- oder Handelsverbänden zur Förderung besserer beruflicher Beziehungen der Emittenten zu den Analysten beitragen<sup>45</sup>. Derartige Kodizes behandeln Fragen wie Vergeltungsmaßnahmen von Emittenten gegen Analysten, die negative oder die Veräußerung von Anteilen empfehlende Analysen erstellen.

Vor diesem Hintergrund legt die Kommission derzeit keinen entsprechenden Gesetzgebungsvorschlag vor.

#### **4.4. Unterrichtung und Ausbildung der Anleger**

Der Technische Ausschuss der IOSCO kam zu dem Schluss, dass die Unterrichtung und die Ausbildung der Anleger bei der Handhabung von Interessenkonflikten mit Analysten eine wichtige Rolle spielen sollte.

Die Kommission stimmt der Tatsache zu, dass sich die Anleger über potenzielle Interessenkonflikte auf dem Gebiet der Finanzanalysen sowie über die Bedeutung der Offenlegung derartiger Konflikte im Klaren sein sollten. In diesem Bereich ist es nach Auffassung der Kommission besonders angebracht, dass die Mitgliedstaaten, die Handelsverbände und natürlich die Wertpapierfirmen selbst geeignete Maßnahmen ergreifen.

Die Kommission ihrerseits ist im Rahmen ihrer Gesundheits- und Verbraucherschutzstrategie dazu verpflichtet, eine bessere Unterrichtung und Erziehung der Verbraucher sicherzustellen<sup>46</sup>. In diesem Zusammenhang plant die Kommission eine Konferenz für Frühjahr 2007, um Beispiele für Wohlverhaltenspraktiken auf dem Gebiet der Unterrichtung und Fortbildung der Verbraucher zusammen zu führen und die Kenntnisse der Verbraucher im Bereich des Finanzsektors zu verbessern. Das Ergebnis dieser Konferenz wird in die weiteren Überlegungen der Kommission über ihre eventuelle künftige Rolle

---

<sup>45</sup> Als Beispiel für derlei Kodizes sei hier die 'Charter for Financial Communications' genannt (gemeinsam erstellt vom 'Cercle de Liaison des Informateurs Financiers en France' (CLIFF) und der 'Société Française des Analystes Financiers' (SFAF)), s. [http://www.cliff.asso.fr/en-GB/iso\\_album/charter.pdf](http://www.cliff.asso.fr/en-GB/iso_album/charter.pdf).

S. ebenfalls die Wohlverhaltensregeln, die vom 'Association of Investment Management and Research and the National Investor Relations Institute' erstellt wurden, s. <http://www.cfainstitute.org/standards/ethics/aimniricomment.html>.

S. auch 'Principles of Ethical Conduct of the Association of Certified International Analysts', s. <http://tinyurl.com/lxsq2>.

<sup>46</sup> S. Mehr Gesundheit, Sicherheit und Zuversicht für die Bürger: Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen - Mehr Gesundheit, Sicherheit und Zuversicht für die Bürger - Eine Gesundheits- und Verbraucherschutzstrategie {SEK(2005) 115} 2005/0042 (COD), Absatz 4.2.4.

bei der Unterrichtung und Fortbildung der Verbraucher im Finanzwesen einfließen.

#### **4.5. Sonstige nützliche Informationen in den Empfehlungen der Forumgruppe und in den IOSCO-Grundsätzen**

Obwohl auf die Empfehlungen der Forumgruppe oder die IOSCO-Grundsätze für die Unabhängigkeit von Analysten in den genannten Gesetzesmaßnahmen nicht spezifisch eingegangen wird, sind sie doch in Bezug auf die folgenden Aspekte hilfreich:

- Hilfestellung für die Wertpapierfirmen bei der Konzeption ihrer Interessenkonfliktstrategien im Rahmen der MiFID und der Abfassung des Textes für die gemäß der Marktmissbrauchsrichtlinie geforderten Offenlegungen;
- Hilfestellung für die Analysten, Emittenten und Wertpapierfirmen bei der Abfassung von Wohlverhaltensregeln und anderer Selbstregulierungsmaßnahmen zwecks Gewährleistung einer angemessenen Handhabung und Offenlegung von Interessenkonflikten und anderen Themen, die die Qualität und die Integrität von Finanzanalysen beeinflussen

#### **5. SCHLUSSFOLGERUNG**

Zusammen genommen werden die MiFID-Richtlinie und die Marktmissbrauchsrichtlinie sowie ihre Durchführungsmaßnahmen einen wichtigen Schritt in Richtung auf die Schaffung eines EU-Regulierungsrahmens zur Vermeidung, Handhabung und Offenlegung von Interessenkonflikten bei sämtlichen Wertpapier- und Nebendienstleistungen, einschließlich der Finanzanalysen, darstellen. Damit diese Maßnahmen in vollem Umfang greifen können, müssen sie von den Mitgliedstaaten innerhalb der vereinbarten Fristen umgesetzt werden. Gegebenenfalls sollten die Regulierungsbehörden auch die Abfassung von Leitlinien ins Auge fassen, um eine übereinstimmende und verständliche Anwendung der Legislativmaßnahmen zu gewährleisten.

Derzeit ist die Kommission nicht der Auffassung, dass weitere spezifische Rechtsvorschriften in diesem Bereich erforderlich sind. Dennoch wird sie die Anwendung dieser Maßnahmen auch in Zukunft aus nächster Nähe verfolgen, einschließlich ihrer Auswirkungen auf den Markt für Finanzanalysen. Dabei wird stets zu überprüfen sein, ob die Legislativmaßnahmen auch weiterhin ihrem Zweck dienen. Im Rahmen des Grundsatzes der 'Besseren Rechtsetzung' wird die Kommission für den Fall, dass sich die bestehenden Maßnahmen als unzureichend erweisen sollten, die Vorlage weiterer Vorschläge erwägen (legislativer oder sonstiger Natur). Alle etwaigen Vorschläge würden einer Konsultation und regulatorischen Folgenabschätzung unterzogen werden.