



Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.

An den
Finanzausschuss des
Deutschen Bundestages
Frau Christine Scheel
– Vorsitzende –

Einsteinstraße 5
63303 Dreieich
Tel. 06103 / 58 33-32
Fax 06103 / 58 33-33
www.dvfa.de

11. Juni 2004

Per E-Mail:
finanzausschuss@bundestag.de

Stellungnahme und öffentliche Anhörung zum E-AnSVG

Sehr geehrte Frau Scheel,

wir bedanken uns als DVFA¹ für die Möglichkeit, an der öffentlichen Anhörung am 16.06.2004 teilnehmen zu dürfen. Zum E-AnSVG nehmen wir wie folgt Stellung:

Wir schlagen vor,

- 1. das Meldeverfahren nach § 34 c E-WpHG zu belassen,**
- 2. die Regelung des § 34 b Abs. 5 E-WpHG über angemessene Kontrollverfahren (Compliance) in der vorgesehenen Umsetzung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht so zu spezifizieren, dass in Deutschland tätigen Finanzanalysten zumindest gegenüber ihren EU-Kollegen keine Nachteile entstehen,**
- 3. von der Regelung des § 34 b Abs. 6 E-WpHG über „andere Empfehlungen“ im vorliegenden Gesetzesentwurf Abstand zu nehmen oder diese so zu spezifizieren, dass keine Überlappung und kein Widerspruch zu der EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Anlageberatung) entsteht.**

Zu 1.:

Die Marktmissbrauchsrichtlinie und entsprechend der E-AnSVG gehen sehr weit:

- Das gilt zum einen für den **Personenkreis**: Erfasst werden nicht nur Banken, Wertpapierhäuser und selbstständige (freie) Finanzanalysten, sondern auch Journalisten (soweit diese keine vergleichbare Selbstregulierung haben) und berufsmäßige Tippgeber, die direkt oder indirekt eine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung zu einem an einer inländischen Börse gehandelten Wert aussprechen, die einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden soll.
- Zum anderen wird dieser Personenkreis unter diesen Voraussetzungen nicht nur national, sondern **weltweit** erfasst. Dies schreibt Artikel 10 der Marktmissbrauchsrichtlinie vor und ist entsprechend in §§ 1 Abs. 2 und 34 b Abs. 3 E-WpHG in dem vorliegenden Regierungsentwurf übernommen worden.

In Anbetracht dieses, vom Personenkreis und von der globalen Erfassung her sehr extensiven Geltungsbereichs der Richtlinie und der darauf beruhenden vorgesehenen deutschen Regelung hatten wir nochmals intern und auch mit anderen Verbänden diskutiert, ob die in § 34 c E-WpHG vorgesehene **Anzeigepflicht** nicht zu weit geht. Dabei sind wir zu dem Ergebnis gekommen, dass eine solche Anzeigepflicht sowohl für den betroffenen inländischen als auch den betroffenen ausländischen Personenkreis **erforderlich** ist. Denn Artikel 12 Marktmissbrauchsrichtlinie schreibt vor, dass die BaFin als zuständige Behörde Aufsichts- und Ermittlungsbefugnisse hat, von denen sie Gebrauch machen muss. Diesen Verpflichtungen kann die BaFin nur nachkommen, wenn sie weiß, wen sie zu beaufsichtigen hat.

Weitere Überlegungen, die Anzeigepflicht auf inländische Personen zu beschränken, sind aus unserer Sicht ungeeignet. Zum einen würde dann die Analysetätigkeit in das Ausland verstärkt abwandern. Zum anderen sind die Märkte global verknüpft. Finanzanalysen aus dem Ausland entfalten die gleiche Wirkung wie im Inland erstellte Finanzanalysen. Wird die im Ausland erstellte Analyse dort nur einem beschränkten Personenkreis und nicht der Öffentlichkeit zugänglich gemacht, so fällt dies ohnehin nicht unter die Regelung der Finanzanalyse, weil diese nach § 34 b Abs. 1 Satz 1 E-WpHG voraussetzt, dass sie einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden soll.

Zu 2.:

Die Pflicht, Compliance-Systeme zu errichten, ist in der **Marktmissbrauchsrichtlinie** nicht enthalten, sondern nur in Artikel 18 der neuen **Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente**, die die bisherige Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ablöst (gerade die DVFA hatte in Brüssel angeregt, die Finanzanalyse als Wertpapierdienstleistung in die neue Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente aufzunehmen). Dabei hat der europäische Richtliniengeber ausdrücklich von der Vorgabe abgesehen, für Finanzanalysten Compliance-Systeme einzuführen. Compliance-Systeme gehören damit **nicht** zum **europäischen Standard** für Finanzanalysten.

Das hindert zwar den deutschen Gesetzgeber nicht, national über die Anforderung der europäischen Richtlinie hinauszugehen und für Finanzanalysten Compliance-Systeme vorzusehen. Dabei ist dann aber bei der **Spezifikation der genaueren Ausgestaltung der Compliance** äußerst behutsam umzugehen, um nicht lediglich die deutschen Analysten sowie die ausländischen Analysten, die im Inland gehandelte Werte analysieren, mit einem Übermaß an Restriktionen zu belegen.

Es ist unbedingt darauf zu achten, dass nicht über den Zwang zur Einrichtung umfangreicher Compliance-Strukturen dem Finanzplatz Deutschland insgesamt Schaden zugefügt wird. Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass Emittenten von neuen Zulassungen an einer deutschen Börse Abstand nehmen bzw. bestehende Zulassungen zurückgeben, wenn bekannt wird, dass die Zulassung an einer deutschen Börse dazu führt, dass sämtliche Personen weltweit, die sich mit ihren Emissionen berufsmäßig befassen, zusätzliche Kosten verursachende Compliance-Verpflichtungen einhalten müssen. Hier würde zwar die Möglichkeit bestehen, die Compliance-Verpflichtungen auf inländische Personen zu begrenzen. Dem ist jedoch abzuraten, weil dann erst recht ein Anreiz geschaffen wird, die Finanzanalyse in das Ausland zu verlagern.

Die DVFA hat als Berufsverband für Finanzanalyse und Asset Management mit dem selbstverpflichtenden **Kodex für Finanzanalyse** das Fundament für eine solche Compliance gelegt. Darüber hinaus bestehen über die Gremien des Verbands – so z.B. das **DVFA-Ehrengericht** – Ansatzpunkte für eine laufende Überwachung.

Die DVFA bietet es dem Gesetzgeber bzw. der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gerne an, an der genaueren Spezifikation der Umsetzung des § 34 b Abs. 5 E-WpHG über angemessene Kontrollverfahren (Compliance) aktiv mitzuarbeiten.

Zu 3.:**a.) Anlageberatung**

§ 34 b Abs. 6 E-WpHG behandelt „andere Empfehlungen an Kunden für bestimmte Entscheidungen über den Kauf oder Verkauf eines Finanzinstrumentes“. Dies könnte nach unserem Verständnis als eine **Umschreibung der Anlageberatung** interpretiert werden. Da die Anlageberatung bereits jetzt als Wertpapiernebenleistung in § 1 Abs. 3 a Nr. 3 WpHG gesetzlich geregelt ist, wäre hier eine präzisere Formulierung wünschenswert. Wir gehen aber auch nicht davon aus, dass der Vorschlag dazu dient, zwischen der Finanzanalyse und der Anlageberatung eine neue rechtliche Zwischenkategorie der „anderen Empfehlungen an Kunden“ zu schaffen. Diese hätte man im Gesetzesentwurf dann von der Anlageberatung abgrenzen müssen. Zudem hätte eine solche Dreiteilung nicht in Übereinstimmung mit den europäischen Richtlinien gestanden, die nur eine Zweiteilung in Finanzanalyse einerseits und Anlageberatung andererseits kennen.

Richtig ist zwar, dass die neu vorgeschlagene Regelung dem § 34 b Abs. 1 WpHG alter Fassung teilweise entspricht (nicht dem § 15 Abs. 1 WpHG alter Fassung, wie in der Begründung zum Entwurf versehentlich angegeben). Die alte Regelung widersprach in der Vergangenheit nicht europäischem Recht, weil es weder die Marktmissbrauchsrichtlinie noch die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente gab. Die neue Formulierung in § 34 b Abs. 6 E-WpHG widerspricht dagegen europäischem Recht, weil es inzwischen diese Richtlinien gibt:

- Der deutsche Gesetzgeber ist durch Artikel 6 Abs. 5 **Marktmissbrauchsrichtlinie** nicht angehalten, für die Anlageberatung anzuordnen, dass **Interessenkonflikte ... offen gelegt** werden. Denn der Erwägungsgrund 3 der Richtlinie 2003 / 125 / EG bestimmt ausdrücklich, dass eine Anlageberatung nicht als Empfehlung im Sinne dieser Richtlinie (und damit auch der Marktmissbrauchsrichtlinie) anzusehen ist.
- Die Anlageberatung wird vielmehr ausschließlich in der neuen **Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente** als Wertpapierdienstleistung geregelt. Gem. Artikel 13 Abs. 3 der neuen Richtlinie muss dabei eine Wertpapierfirma auf Dauer wirksame organisatorische und verbreitungsmäßige Vorkehrungen für angemessene Maßnahmen treffen, **um zu verhindern, dass Interessenkonflikte ... den Kundeninteressen schaden**. Eine Offenlegung wie in Artikel 6 Abs. 5 Marktmissbrauchsrichtlinie und § 34 b Abs. 6 E-WpHG ist dagegen durch die allein geltende Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente für die Anlageberatung nicht vorgesehen.

Diese Richtlinie ist am 1. Mai 2004 in Kraft getreten, wenn sie auch erst spätestens bis zum 1. Mai 2006 umgesetzt werden muss. Das bedeutet aber, dass der Gesetzgeber heute keine Regelungen mehr treffen darf, die dieser Richtlinie widersprechen. Das täte er aber mit § 34 b Abs. 6 E-WpHG. Daher sollte diese Vorschrift im Entwurf gestrichen oder so präzisiert werden, dass sie eine mit der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente konforme Regelung darstellt.

b.) Rating

Schließlich möchten wir darauf hinweisen, dass zu „den anderen Empfehlungen an Kunden“ im Sinne von § 34 b Abs. 6 E-WpHG auch Empfehlungen durch Rating-Agenturen gehören können. Obwohl nach längeren Diskussionen das Rating nicht in die Markmissbrauchsrichtlinie aufgenommen worden ist, teilen wir die Auffassung, dass es gesetzlich geregelt werden sollte. Allerdings ist § 34 b Abs. 6 E-WpHG für eine solche Regelung insgesamt nicht ausreichend. Daher schlagen wir vor, dass eine zukünftige Regelung des Ratings auf europäischer und nationaler Ebene wieder aufgegriffen werden sollte.

Auch hier ist die DVFA als Berufsverband der betroffenen Personen gerne bereit, an der Entwicklung konkreter und praktikabler Vorschläge aktiv mitzuarbeiten.

Mit freundlichen Grüßen



Fritz H. Rau

Vorstandsvorsitzender des DVFA e.V.

Chairman der European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS)

¹ Die DVFA ist der Berufsverband der Kapitalmarktexperten. 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 14.000 Berufsangehörigen in 22 Nationen. Über die Association of Certified Investment Analysts (ACIIA) ist der Verband an ein weltweites Netzwerk von über 30.000 Investment Professionals angeschlossen.