

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Referat WA 31

konsultation-13-16@bafin.de

14. Dezember 2016

**Stellungnahme im Rahmen der Konsultation 13-2016**  
**GZ: WA 31-Wp 2002-2009/0010**

Sehr geehrte Damen und Herren,

mit Interesse haben wir die Veröffentlichung der Konsultation 13/2016 zum Entwurf einer Anpassung der MaComp zur Kenntnis genommen. Die damit verbundene Gelegenheit zur Stellungnahme nehmen wir gerne wahr.

Dabei sind aus unserer Sicht zwei Regelungsgegenstände von besonderem Interesse:

- Soweit in BT 5.2 und 5.3 Begrifflichkeiten definiert und Fragen beantwortet werden, die auch unter dem neuen Recht maßgeblich sind, sollte eine ersatzlose Streichung unterbleiben, zumindest solange keine Klärung von Seiten der ESMA zu erwarten ist (vgl. II.3. und II.4. dieses Schreibens).
- Die Regelung in BT 5.4 Textziffern 4-7, nach der sich ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei der Weitergabe von Empfehlungen, die in einem anderen Mitgliedstaat des EWR erstellt bzw. bereits verbreitet wurden, grundsätzlich darauf vertrauen darf, dass das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen seine Verpflichtungen ordnungsgemäß erfüllt hat, sollte auch unter der Geltung der MAR und der Verordnung 2016/958 unbedingt beibehalten werden.

Wolfgang Vahldiek

Verband der Auslandsbanken  
Weißfrauenstraße 12-16  
60311 Frankfurt am Main  
Tel: +49 69 975850 0  
Fax: +49 69 975850 10  
wolfgang.vahldiek@vab.de  
www.vab.de

Interessenvertretung  
ausländischer Banken,  
Kapitalverwaltungsgesellschaften,  
Finanzdienstleistungsinstitute  
und Repräsentanzen

Eingetragen im Transparenzregister  
der Europäischen Kommission,  
Registrierungsnummer:  
95840804-38

Wir regen außerdem an, angesichts der erheblichen praktischen Auswirkungen der Änderungen und der Unklarheiten bei der Umsetzung des neuen Rechts, eine mündliche Anhörung im Rahmen dieser Konsultation durchzuführen und/oder den Arbeitskreis Wertpapiergeschäft damit zu befassen, bevor ein neuer Wortlaut der MaComp endgültig verabschiedet wird.

Diese und weitere Anmerkungen zum Entwurf der Anpassung der MaComp führen wir nachfolgend gerne aus.

### **I. Änderung des BT 3.2**

Wir begrüßen die im Entwurf angelegte Klarstellung des BT 3.2 der MaComp. Die Informationen Dritter, um die es hier geht, sollten unseres Erachtens auch weiterhin den Depotkunden von Wertpapierdienstleistungsunternehmen zur Verfügung gestellt werden. Andererseits kann dies aber in der Praxis nur gelingen, wenn die Wertpapierdienstleistungsunternehmen keine Risiken, insbesondere Haftungsrisiken, für den Inhalt dieser Informationen auf sich nehmen müssen. Denn die Prüfung anhand der Vorschriften der § 31 Abs. 2 WpHG und § 4 WpDVerOV ist den Wertpapierdienstleistungsunternehmen nicht möglich. Infolgedessen erscheint uns die Lösung sachgerecht, die Kunden eindeutig und unmissverständlich darauf hinzuweisen, dass diese eigenverantwortlich prüfen müssen, wie sie die Informationen Dritter einschätzen und ggf. darauf reagieren.

### **II. Änderung des BT 5**

Die vorgeschlagenen Änderungen des BT 5 sind differenziert zu betrachten. Vor dem Hintergrund der zwischenzeitlichen Umsetzung der MAR wird die Rechtsanwendung im EWR mit Blick auf Finanzanalysen bzw. – in der neuen Terminologie – Anlageempfehlungen weiter harmonisiert. Insofern haben sich Teile des bisherigen BT 5 durch terminologische Änderungen oder Parallelregelungen im höherrangigen Recht erledigt. Nichts desto trotz wird die Umstellung auf das neue Recht vermutlich noch erhebliche Friktionen in der Praxis hervorrufen, die unseres Erachtens von den MaComp weiterhin adressiert werden sollten.

Im Einzelnen:

#### **1. BT 5 – einleitender Teil**

Die Aufhebung des einleitenden Teils des BT 5 begegnet aus unserer Sicht keinen Bedenken.

#### **2. BT 5.1 – Analyse von Finanzinstrumenten**

Die Aufhebung des BT 5.1, der sich bisher mit der Abgrenzung von Finanzanalysen im engeren bzw. im weiteren Sinne beschäftigt, ist aufgrund des Wegfalls dieser Differenzierung im Primärrecht unseres Erachtens ebenfalls unproblematisch.

#### **3. BT 5.2 Definition der Finanzanalyse**

Unserer Ansicht nach sollte BT 5.2 nicht ohne Weiteres komplett aufgehoben werden, ohne dass einzelne Teile davon auch unter der neuen Begriffswelt der MAR einer Klärung zugeführt werden.

Denn es ändert sich zwar der rechtliche Anknüpfungspunkt für die in BT 5.2 bisher enthaltenen Klarstellungen. Jedoch ändert sich dadurch nichts daran, dass hier teilweise für die Praxis sehr wichtige Themen angesprochen werden, die unter den neuen Begrifflichkeiten der MAR nicht oder nicht eindeutig genug geregelt sind und deshalb einer aufsichtlichen Klarstellung bedürfen.

Hinsichtlich der einzelnen Bestandteile des bisherigen BT 5.2 empfehlen wir, wie folgt vorzugehen:

#### **a) Textziffern und Inhalte, die gestrichen werden können**

Textziffer 1 kann unseres Erachtens entfallen, da sie durch die Definitionen in Art. 3 (1) (34, 35) MAR gegenstandslos wurde.

Textziffern 2 bis 4 können aufgehoben werden, da sie durch die ESMA Q&A zur MAR (ESMA/2016/1520) Section 3 Question 1 angesprochen und geklärt wurden.

Textziffern 5 bis 8 sollten differenziert behandelt werden. Teilweise betrachten wir die Aussagen darin als bereits geklärt bzw. nicht weiter klärungsbedürftig, da evident. Dies betrifft folgende Themen:

- Untersuchung eines Index ( Tz. 5 Bullet 2), volkswirtschaftliche Berichte o. ä. (Tz. 5 Bullet 3), Portfolioempfehlung (Tz. 5 Bullet 5) (vgl. hierzu ESMA Q&A, Sec. 3, Question 2)
- Weitergabe von Unternehmensnachrichten (Tz. 5 Bullet 10), Empfehlungslisten (Tz. 5 Bullet 13)
- Tz. 5 Bullet 12 kann ebenfalls entfallen, da das Abgrenzungskriterium der objektiven inhaltlichen Auseinandersetzung aufgrund der Neufassung der MAR entfallen ist.
- Textziffer 8 kann ebenfalls aufgrund Evidenz entfallen.

#### **b) Aussagen, über die erst nach weiterer Sachverhaltsanalyse entschieden werden sollte**

Dagegen sollten die in der Textziffer 5 vorhandenen Inhalte der folgenden Bullets in einem geeigneten Rahmen, z.B. im Arbeitskreis Wertpapiergeschäft, unter dem Blickwinkel diskutiert werden, ob eine Klarstellung durch die BaFin oder die ESMA für die Praxis weiterhin sachlich und praktisch erforderlich ist:

- Abbildung eines Kurscharts (Tz. 5 Bullet 1), Musterdepot (Tz. 5 Bullet 4), Optionsscheinrechner (Tz. 5 Bullet 6), Produktbeschreibung (Tz. 5 Bullet 7), Unternehmensbeschreibung (Tz. 5 Bullet 8).

#### **c) Aussagen, die beibehalten werden sollten**

Des Weiteren enthalten die Textziffern 5 und 7 ausgesprochen wertvolle Hinweise für die Institute und die Prüfungspraxis. Diese Bestandteile sind nach wie vor auch unter der Begriffswelt der MAR nicht eindeutig aus Level 1- und Level 2-Texten beantwortbar und auch von ESMA bislang nicht beleuchtet worden:

- Die aufsichtliche Aussage, dass **reines Werbematerial** keine Anlageempfehlung darstellt (Tz. 5 Bullet 9), sollte auf jeden Fall aufrecht erhalten bleiben. Werbliche Informationen möchten zwar erkennbar Kunden oder potenzielle Kunden auf bestimmte Anlageprodukte aufmerksam machen, in der Hoffnung, dass diese einen Erwerb in Betracht ziehen. Allein

darin ist jedoch keine Empfehlung, auch keine indirekte Empfehlung, zu sehen. Solches reine Werbematerial sollte weiterhin den dafür vorgesehenen speziellen Vorschriften der MiFID bzw. des WpHG und der WpDVerOV unterliegen. Eine Anwendung der Regelungen über Anlageempfehlungen käme zusätzlich nur dann in Betracht, wenn tatsächlich sprachlich auch eine (direkte oder indirekte) Empfehlung in das Werbematerial als Aussage eingebaut wird. Ansonsten würde eine Doppelregulierung erfolgen, die jede Form von Werbung mit den nur für Anlageempfehlungen vorgesehenen Disclaimern aus MAR und Verordnung 2016/958 zusätzlich überfrachten würde.

- Textziffer 7 enthält zwei wertvolle Klarstellungen. Zum einen wird hier wiedergegeben, dass eine **indirekte Empfehlung** dann vorliegt, wenn der aktuelle oder zukünftige Wert eines Finanzinstruments beurteilt wird, während rein vergangenheitsbezogene Aussagen keine Empfehlung begründen. Wir meinen, dass diese Auslegung auch hinsichtlich der neuen Definition in Art. 3 (1) (35) MAR zutreffend ist. Der daraus zu folgernde Schluss mit Blick auf die Erläuterung bereits **abgeschlossener Transaktionen** im Rahmen der individuellen Vermögensverwaltung ist ebenfalls zutreffend und hilfreich, so dass auch er im Text der MaComp beibehalten werden sollte.

#### 4. BT 5.3 Zugänglich machen bzw. Veröffentlichen

Mit der Aufhebung des Abschnitts BT 5.3 sind wir weitgehend einverstanden, da sich die meisten Passagen wegen der Überarbeitung des europäischen Rechts erledigt haben.

Beibehalten werden sollten jedoch die Aussagen in Textziffer 1 Satz 3, in dem der Begriff des Verbreitungskanals definiert wird. Dieser Begriff harret noch einer europäischen Klärung. ESMA ist der Frage dieser Definition in den Q&A Sec. 3 Question 1 wohl absichtlich ausgewichen. Die bisherige Auffassung der BaFin, dass E-Mail-Verteiler nur dann ein Verbreitungskanal sind, wenn sie so groß sind, dass sie der Verbreitung an die Öffentlichkeit gleichkommen, ist aber zutreffend und sehr hilfreich bei der Abgrenzung, ob „Morning News“ oder „Sales News“ im Einzelfall Anlageempfehlungen sind. In der Sache sollte es insoweit bei der in BT 5.3 Tz. 3 gefundenen Auslegung, dass es auf die Größe des Verteilers ankommt, bleiben. Die BaFin ist auch befugt, diese Frage allein zu entscheiden, da ESMA trotz Befassung im Rahmen des Q&A-Prozesses keine Antwort geben wollte. Satz 1 und 2 von Tz. 3 sollten daher beibehalten werden, wobei der Begriff Finanzanalyse durch den Begriff der Anlageempfehlung ersetzt werden sollte.

#### 5. BT 5.4 Öffentlich verbreiten und weitergeben

Wir sind der Auffassung, dass BT 5.4 einige sehr wichtige Aussagen enthält, die keineswegs an Aktualität eingebüßt haben, eher sogar im Gegenteil. Daher sollte BT 5.4 nur zum Teil entfallen, zu einem anderen Teil aber mit kleinen Änderungen erhalten bleiben.

Textziffer 1 trifft sachlich nicht mehr zu, da es nach Art. 3 (1) (35) MAR darauf ankommt, ob eine Empfehlung für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen ist. Aus demselben Grund ist Textziffer 2 obsolet geworden.

Textziffer 3 ist inzwischen sachlich falsch. Obwohl Kapitel III der DelV 2016/958 in der deutschen Übersetzung von „Weitergabe“ spricht, muss dies doch inhaltsgleich mit dem Level 1-Text als

Weitergabe, die einer Verbreitung im Sinne des Art. 20 (1) MAR gleichkommt, interpretiert werden. Denn ansonsten würde der Level 2-Text über Level 1 hinausgehen, was nicht zulässig ist. Ein Blick auf die englische Fassung, die Verhandlungsgegenstand in Brüssel war, bestätigt dies. Dort ist an beiden zitierten Stellen inhaltsgleich von „dissemination“ die Rede. Daher ist es richtig, BT 5.4 Textziffer 3 zu streichen.

Anders zu beurteilen sind allerdings die Textziffern 4 bis 7. Aus unserer Sicht ist es sehr wichtig, dass diese mit redaktionellen Anpassungen an die neue Terminologie („Empfehlung“ statt „Finanzanalyse“) beibehalten werden. Hierfür gibt es folgende Gründe:

Die betreffenden Textziffern waren ursprünglich in das Schreiben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht an die Verbände vom 8. Februar 2006 zur „Auslegung des § 34b WpHG und der FinAnV (hier: unbestimmte Rechtsbegriffe, grenzüberschreitende Sachverhalte und Weitergabe von Analysen von Finanzinstrumenten)“ enthalten. Diese Regelung erfolgte seinerzeit aufgrund einer schwierigen Suche nach einer Lösung für ein praktisches Problem mit massiven Auswirkungen. Das Problem bestand darin, dass aufgrund der Auslegungen der BaFin zu § 34b WpHG nationale Unterschiede und Besonderheiten in der Umsetzung der MAD durch die europäischen Aufseher zutage traten, die der Auffassung der BaFin teilweise nicht entsprachen. Diese Entwicklung hätte dazu geführt, dass trotz der beabsichtigten Harmonisierung durch die MAD im EWR-Ausland produziertes Research in Deutschland nicht mehr hätte weitergegeben oder verbreitet werden dürfen. Da dies eine überaus unerwünschte Rechtsfolge gewesen wäre, entschied man sich, einerseits im Vertrauen auf eine der MAD und MiFID gemäße Beaufsichtigung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen im EWR und andererseits auf Basis des Rechtsgedankens aus § 31e Nr. 2 WpHG, dass das Vertrauen auf die ordnungsgemäße Erstellung von Finanzanalyse durch beaufsichtigte Unternehmen gerechtfertigt und schützenswert ist.

Das Problem besteht leider auch unter dem neuen Recht fort. Es hat immer noch nicht zu einer Maximalharmonisierung geführt. Kleinere Auslegungsdifferenzen werden weiterhin fortbestehen. Wenn aber schon die vergleichsweise größeren Unterschiede im EWR unter der MAD der Regelung in Textziffer 4-7 nicht entgegenstanden, dann ist es umso mehr gerechtfertigt, bei nunmehr geringeren Unterschieden ein gegenseitiges Vertrauen auf die Beaufsichtigung und die ordnungsgemäße Umsetzung der MAR zuzulassen. Zumal der Verzicht auf dieses Vertrauen genauso gravierende Auswirkungen hätte. Denn in der Praxis haben die von uns vertretenen Auslandsbanken Zugriff auf den konzerneigenen Pool an Research. Darin befinden sich tausende Research-Reports, auf die zugegriffen werden kann. Es wäre nun praktisch nicht darstellbar, einem dieses Research nutzenden (weitergebenden) Tochterinstitut aufzutragen, für jede einzelne Anlageempfehlung einen Compliance-Prozess durchzuführen am Maßstab der Auslegung der relevanten Normen der MAR und der weiteren europäischen Vorgaben, die die BaFin vertritt. Dagegen spricht nicht nur, dass es sich um eine Verdoppelung der Überprüfung und Beaufsichtigung beim Ersteller und beim Verbreiter handeln würde. Zusätzlich würde die Weitergabe von Research effektiv zum Stillstand gebracht und dieselbe nicht wünschenswerte Folge eintreten, die im Jahr 2006 Ursache der Einfügung der Vorläuferregelung von Textziffern 4-7 in den MaComp war. Nicht zuletzt gilt es zu bedenken, dass der betreffende Sachverhalt an Intensität und Volumen der betroffenen Fälle stark zunehmen könnte, wenn die Diskussion um den „Brexit“ zur Ansiedlung von zusätzlichen geschäftlichen Aktivitäten in Deutschland führen sollte. Hierfür muss die deutsche Aufsichtspraxis einen verlässlichen Rahmen bieten.

Daher plädieren wir dringend dafür, die Textziffern 4-7 von BT 5.4 weiterhin beizubehalten.

#### **6. BT 5.5 Werbemitteilungen**

Der Beibehaltung von BT 5.5 stehen unseres Erachtens keine Gründe entgegen, jedoch sollte er noch redaktionell an die neuen Begrifflichkeiten der MAR angepasst werden.

#### **7. BT 5.6 Sonstige Rechtsbegriffe**

Die Streichung des Abschnitts BT 5.6 begegnet aus unserer Sicht keinen Bedenken.

Wir hoffen, dass unsere Ausführungen für Ihre weiteren Arbeiten an dem Entwurf hilfreich sind. Sollten Sie das direkte Gespräch mit Vertretern von Instituten dazu wünschen, wie sich die geplanten Maßnahmen in der Praxis auswirken würden, sind wir gerne bereit, einen entsprechenden Austausch vorzubereiten.

Für Rückfragen stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Oliver Wagner

Wolfgang Vahldiek