

## Research und Empfehlungen

**Stand: März 2020**

Schon des Öfteren habe ich Ihnen Themen aus dem Bereich der Regulierung gegen Marktmissbrauch vorgestellt. Dabei dreht es sich in erster Linie um Marktmanipulationen und Insiderverstöße, ein Dauerbrenner, der immer schärfer reguliert und von der BaFin auch immer strenger verfolgt wird. Leider gerät deswegen ein Thema in den Hintergrund, nämlich die Regulierung von Research und Empfehlungen.

In der berühmten Marktmissbrauchsverordnung findet sich auch dazu ein Grundsatz. Wer Anlageempfehlungen oder Anlagestrategieempfehlungen gibt, muss dafür sorgen,

- dass die Informationen objektiv dargestellt sind und
- Interessen oder Interessenkonflikte offengelegt werden.

Gemeint sind Anlageempfehlungen von unabhängigen Analysten oder lizenzierten Instituten, die direkt oder indirekt einen Anlagevorschlag zu einem Wertpapier oder einem Emittenten darstellen. Umfasst sind die klassischen Research-Empfehlungen zum Kaufen, Halten, Verkaufen, Gewichten, etc., vor allem wenn sie Kursziele für Wertpapiere oder Emittenten beinhalten. Es muss aber kein ausdrückliches Kursziel genannt sein, schon ein Vorschlag für eine Anlagestrategie ist ausreichend. Betroffen sind daher die klassischen Börsenbriefe oder Berichte von den Handelsplätzen, Marktmeinungen usw.

Werden solche Empfehlungen erstellt und verbreitet, müssen auch die Detailvorgaben aus der Delegierten Verordnung 2016/958 aus dem Jahr 2016 beachtet werden:

- Zunächst sind Ross und Reiter zu nennen, d.h. Name und Berufsbezeichnung der an der Erstellung beteiligten Personen und der verantwortlichen Firma sowie der Aufsichtsbehörde bei Instituten.
- Inhaltlich müssen Tatsachen deutlich von Auslegungen, Schätzungen, Stellungnahmen und nicht sachbezogenen Informationen unterschieden werden.
- Die wesentlichen Informationsquellen müssen klar und unmissverständlich angegeben werden. Bei Zweifeln an der Zuverlässigkeit der Quelle muss ein Hinweis erfolgen.
- Datum und Zeitpunkt, zu dem die Erstellung abgeschlossen wurde, müssen angegeben werden.

- Es muss ein Hinweis erfolgen, wenn der Emittent die Empfehlung vorab erhalten hat und sie dann noch einmal geändert worden ist.
- Die Bewertungsgrundlagen und Methoden sind zusammengefasst darzustellen, einschließlich der zugrunde liegenden Annahmen.
- Zudem muss ein Link erfolgen, wo ausführliche Informationen zur Bewertung, den Bewertungsmethoden und den ihnen zugrunde liegenden Annahmen unmittelbar und leicht zugänglich sind.
- Die Bedeutung der Empfehlung, wie z.B. Erwerb, Veräußerung oder Halten, sowie auch der zeitliche Rahmen, auf die sich die Empfehlung bezieht, müssen erläutert werden. Vor Risiken muss gewarnt werden und es ist eine „Sensitivitätsanalyse“ der zugrunde gelegten Annahmen aufzunehmen.
- Auf die vorgesehene Häufigkeit einer Aktualisierung der Empfehlung ist hinzuweisen, Kurse sind mit Datum und Zeitpunkt zu versehen.
- Weicht die Empfehlung von Empfehlungen aus den letzten 12 Monaten ab, muss ein entsprechender Hinweis erfolgen.
- Notwendig ist auch eine Liste aller Empfehlungen aus den letzten 12 Monaten einschließlich Datum, Autor, angegebenes Kursziel und Kurs zum Zeitpunkt der Weitergabe einschließlich Gültigkeitsdauer des Kursziels.

Können diese Angaben aufgrund des Medienkanals nicht gegeben werden, z.B. bei Empfehlungen im Fernsehen, Audio- oder Videokonferenzen, muss der Ort angegeben werden, an dem die geforderten Informationen zugänglich sind.

Anzugeben sind auch die Interessen und die Interessenkonflikte, bezogen nicht nur auf den Autor, sondern auf die gesamte Unternehmensgruppe. Zu nennen sind vor allem folgende Informationen:

- Nettoverkaufs- oder Kaufpositionen von über 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals eines Emittenten,
- das Halten von Anteilen von über 5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals eines Emittenten,
- wenn der Autor oder ein Unternehmen der Gruppe
  - Marketmaker oder Liquiditätsspender des Emittenten ist,
  - Mitwirkung bei der Emission in den letzten 12 Monaten und zwar federführend oder mitführend,
  - Erbringung einer Wertpapierdienstleistung für den Emittenten in den letzten 12 Monaten,
  - das Bestehen einer Vereinbarung über die Erstellung von Anlageempfehlungen mit dem Emittenten,

- Beschreibung der Chinese Walls und Informationsschranken im Institut,
- eine Stellungnahme, ob die Vergütung des Autors an abgewickelte Geschäfte oder Handelsgebühren gebunden ist,
- Information zum Erwerbspreis und Erwerb von Anteilen an dem Emittenten, wenn Anteile vor der öffentlichen Emission erworben werden können.

Auch bei der Weitergabe von Empfehlungen existieren Vorgaben: Werden Empfehlungen von Dritten weitergegeben, muss die Identität des Autors offengelegt werden, ebenso alle Umstände, die eine objektive Darstellung der Empfehlung beeinträchtigen können, ebenso wie eigene Interessen oder Interessenkonflikte, bezogen auf Wertpapiere oder Emittenten, die Gegenstand der Empfehlung sind. Datum und Zeitpunkt der erstmaligen Weitergabe der Empfehlung sind ebenfalls aufzunehmen.

Da alle Verstöße gegen die MAR und ihre Ausführungsbestimmungen mit empfindlichen Bußen belegt sind, empfehle ich, kein klassisches Research zu erstellen oder weiterzugeben.

Mit den besten Grüßen

Ihr  
Dr. Christian Waigel  
Rechtsanwalt