

lic.iur. Jean-Marc Schaller

## Finanzanalysten-Recht: Eine neue rechtliche Querschnittsmaterie?

*Die Rechtsprobleme rund um die berufliche Tätigkeit der Finanzanalysten werden gegenwärtig im Privatrecht, im Strafrecht und auch im Aufsichtsrecht in zunehmendem Masse diskutiert. Am 1. Juli 2003 sind sodann die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» in Kraft getreten. Angesichts der Vielfältigkeit der Rechtsgebiete, der Notwendigkeit einer bereichsübergreifenden Betrachtung des Einzelfalls und der zentralen Rolle der Finanzanalysten als Informationsintermediäre auf dem Kapitalmarkt vertritt der Autor die Auffassung, dass sich das Berufsrecht der Finanzanalysten als eine neue rechtliche Querschnittsmaterie mit dem Begriff «Finanzanalysten-Recht» am treffendsten erfassen lässt.*

### I. Aktualität des Finanzanalysten-Rechts

[Rz 1] Der Beruf des Finanzanalysten ist von zunehmender rechtlicher Relevanz: Einerseits sind am 1. Juli 2003 die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» in Kraft getreten<sup>1</sup>; andererseits wird sowohl in der Wirtschaftspresse<sup>2</sup> als auch in den Publikationen der Berufsverbände<sup>3</sup> seit einiger Zeit diskutiert, mit welchen Massnahmen negative Auswirkungen von *Interessenkonflikten* im Finanzanalysten-Bereich in der Schweiz – unter Mitberücksichtigung ausländischer Entwicklungen – am besten vermieden werden können. Auch das schweizerische, rechtswissenschaftliche Schrifttum widmet sich seit längerem einzelnen Rechtsproblemen rund um die berufliche Betätigung der Finanzanalysten (Durchführung der Finanzanalysen, Erstellung und Publikation der Research Reports). Abgehandelt wurden bislang Einzelfragen aus den Gebieten des *Haftpflicht-, Insider- und Aufsichtsrechts*:

- Bereits 1989 veröffentlichte Meier-Schatz den Aufsatz «Die Rechtsposition der Ersteller von Finanzanalysen»<sup>4</sup>: Diskutiert werden Rechtsfragen zu den vertraglichen und ausservertraglichen Rechtsbeziehungen sowie zu den Verhaltenspflichten der Ersteller von Finanzanalysen in Takeover-Situationen. Eine zweite Publikation desselben Autors («Über die privatrechtliche Haftung für Rat und Anlagerat»<sup>5</sup>) befasst sich vertieft mit privatrechtlichen Fragen aus dem Finanzanalysten-Bereich.
- Von der strafrechtlichen Verantwortlichkeit der Finanzanalysten (und Wirtschaftsjournalisten), die das sog. «Scalping» betreiben, handelt der Aufsatz von Wohlers/Mühlbauer<sup>6</sup>: Darin wird vorwiegend der Frage nachgegangen, ob sich bestimmte Fälle des Scalping eignen, einen der Tatbestände der Art. 161 StGB (Insiderhandel), Art. 161bis StGB (Kursmanipulation) oder Art. 146 StGB (Betrug) zu erfüllen.
- Bertschinger behandelt bisweilen die aufsichtsrechtlichen Aspekte der Finanzanalyse: Einerseits in seinem Beitrag «Der eingeordnete Berater – ein Beitrag zur faktischen Organschaft»<sup>7</sup>, andererseits im Aufsatz «Bemerkungen zu aktuellen Fragen des Bankenaufsichtsrechts»<sup>8</sup>; thematisiert werden jeweils die Interessenkonflikte zwischen Finanzanalysten und Investment-Banking.
- Daeniker/Waller diskutieren im Rahmen ihrer Abhandlung «Kapitalmarktbezogene Informationspflichten und Haftung»<sup>9</sup> die Rechtslage hinsichtlich der Erstellung von Research Reports im Umfeld von Emissionen.

[Rz 2] Nebst diesen Beiträgen befasst sich eine stattliche Anzahl weiterer Publikationen mit rechtlichen Aspekten, die denjenigen aus dem Finanzanalysten-Recht ähnlich sind und die sich deshalb für eine analoge, problemlösungsorientierte Anwendung im Finanzanalysten-Recht besonders eignen<sup>10</sup>.

### II. Rechtfertigung einer querschnittsweisen Erfassung

[Rz 3] Als Zwischenergebnis kann somit festgehalten werden, dass die Diskussionen rund um Rechtsfragen aus dem Finanzanalysten-Bereich in verschiedenen Rechtsgebieten, und zwar im Privatrecht, im Strafrecht und auch im Aufsichtsrecht geführt werden. Eine querschnittsweise Erfassung würde sich deshalb als sinnvoll erweisen. Für bestimmte Lebenssachverhalte, in denen die Research Reports der Finanzanalysten eine zentrale Rolle spielen, ist eine Querschnittsbetrachtung nicht nur angebracht, sondern gar notwendig, was anhand des folgenden Beispiels

veranschaulicht werden soll:

- Finanzanalyst F erstellt für die Aktie der X-AG einen Research Report. Bei der Ermittlung des Discounted Cash Flow der X-AG unterläuft ihm ein Rechenfehler, welcher dazu führt, dass der Wert der Aktie im Research Report mit CHF 800, statt (wie bei richtiger Berechnung) mit CHF 500 ausgewiesen wird.
- Anleger A liest diesen Research Report. Weil der Börsenkurs der Aktie zu diesem Zeitpunkt bei CHF 600 und somit um CHF 200 unter dem von F ermittelten Wert liegt, entschliesst sich A, 10 Aktien der X-AG zu kaufen, in der Hoffnung, dass der Kurs der Aktie sich zukünftig in die Richtung des von F ermittelten Wertes (CHF 800) entwickeln wird.
- Kurz darauf sinkt jedoch der Kurs der Aktie auf CHF 450. A veräussert einige Tage später – tief enttäuscht über die Kursverluste – seine 10 Aktien zum Börsenkurs von CHF 480.

[Rz 4] A will in der Folge aufgrund des erlittenen *Kapitalanlageschadens* eine Schadenersatzklage gegen F erheben<sup>11</sup>. Weil A allerdings keine vertragliche Beziehungen zu F unterhält – A hat den Research Report von einem befreundeten Dritten unentgeltlich erhalten (Stichwort: Drittweitergabefall), – muss er seinen Schadenersatzanspruch auf eine ausservertragliche Rechtsgrundlage abstützen. Sobald A indessen Art. 41 Abs. 1 OR als Anspruchsgrundlage wählt, benötigt er – so die nach wie vor herrschende objektive Widerrechtlichkeitstheorie<sup>12</sup> – eine *Schutznorm*, die von F im konkreten Fall auch verletzt wurde. Für das Auffinden passender Schutznormen genügt es nun nicht, diese nur im Privatrecht zu suchen, sondern es muss sowohl das Strafrecht als auch das Aufsichtsrecht mitberücksichtigt werden; gerade das Strafrecht verfügt über einige Normen mit Schutznormcharakter<sup>13</sup>.

[Rz 5] Schliesslich lässt sich die Wichtigkeit einer bereichsübergreifenden Betrachtung anhand der *wirtschaftlichen Stellung* der Finanzanalysten aufzeigen: Finanzanalysten sind sog. «Informationsintermediäre», d. h. sie sind für den Informationsfluss bzw. -austausch zwischen Kapitalnehmer (Unternehmen) und Kapitalgeber (Investor; Anleger) besorgt. Dieser Informationsaustausch führt dazu, dass die Informationsasymmetrien zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber zumindest teilweise abgebaut werden können, was die Kapitalallokation verbessert und sowohl die Effizienz der Kapitalmärkte als auch das Vertrauen der Marktteilnehmer erhöht<sup>14</sup>.

[Rz 6] Diese soeben (in aller Kürze) aufgeführten ökonomischen Gesichtspunkte verdeutlichen, dass es sich beim Beruf des Finanzanalysten mit Blick auf eine förderliche Entwicklung des Kapitalmarktes (und damit der Gesamtwirtschaft) um einen sog. «*Schlüsselberuf*» handelt, womit die gesellschaftliche Rolle des Finanzanalysten vergleichbar ist mit derjenigen eines Arztes oder Rechtsanwaltes; auch die Angehörigen dieser Berufsgruppen üben einen gesellschaftlich notwendigen Beruf aus: Der Arzt soll Probleme im medizinischen Bereich lösen, der Rechtsanwalt im juristischen Bereich. Die betreffenden Rechtsgebiete werden denn auch oftmals querschnittsweise als «*Arztrecht*» bzw. «*Anwaltsrecht*» bezeichnet<sup>15</sup>. Deshalb ist es naheliegend, auch mit Blick auf das vorliegend diskutierte Berufsrecht analog den Querschnittsbegriff «*Finanzanalysten-Recht*» einzuführen. M. E. lässt sich mit dieser begriffsbildenden Vorgehensweise das Berufsrecht der Finanzanalysten als eine neue rechtliche Querschnittsmaterie am treffendsten erfassen.

### III. Ergebnis: Definition des Begriffs «Finanzanalysten-Recht»

[Rz 7] Üblicherweise stehen Definitionen am Anfang einer wissenschaftlichen Abhandlung. Im vorliegenden Zusammenhang verkörpert die Definition des Begriffs «Finanzanalysten-Recht» indessen das Ergebnis der bisherigen Ausführungen:

*Das Finanzanalysten-Recht ist die Summe aller privat-, straf- und aufsichtsrechtlichen Normen, welche auf die berufliche Tätigkeit der Finanzanalysten Anwendung finden.*

[Rz 8] Der Grundstein für eine querschnittsweise Erfassung der Rechtsfragen rund um die Berufstätigkeit der Finanzanalysten wäre somit gelegt. Dennoch sind viele Rechtsprobleme – besonders (aber nicht nur) im Bereich des Privatrechts – bislang ungelöst und bedürfen deshalb einer eingehenden rechtlichen Betrachtung. Aus diesem Grund

dürfte das Finanzanalysten-Recht gerade auch in Zukunft Gegenstand zahlreicher Diskussionen sein, sowohl in rechtspolitischer Hinsicht als auch mit Blick auf die Rechtsanwendung der bereits bestehenden Normen aus dem Privat-, Straf- und Aufsichtsrecht.

---

Jean-Marc Schaller verfasst eine Dissertation im «Finanzanalysten-Recht» (vgl. Projektbeschrieb unter [www.rwi.unizh.ch/weberr/Dissertationen/Dissertationen.htm](http://www.rwi.unizh.ch/weberr/Dissertationen/Dissertationen.htm)) und ist wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl von Prof. Dr. Rolf H. Weber (Rechtswissenschaftliches Institut, Universität Zürich); für Anregungen und Kritik kann der Autor unter der E-Mail-Adresse [jean-marc.schaller@rwi.unizh.ch](mailto:jean-marc.schaller@rwi.unizh.ch) kontaktiert werden.

---

<sup>1</sup> Die Richtlinien sind im Volltext unter [www.swissbanking.org/3566\\_d.pdf](http://www.swissbanking.org/3566_d.pdf) abrufbar.

<sup>2</sup> Vgl. z. B. die folgenden Berichte des Jahres 2003: Neue Zürcher Zeitung (NZZ) vom 29.10.2003, 28: «Widerstand gegen Richtlinien zur Finanzanalyse»; Finanz und Wirtschaft (FuW) vom 18.10.2003, 22: «Finanzanalysten präsentieren Alternative – Bankiervereinigung hält an Artikel fest: Verbot von Aktien-Eigenbesitz im Visier»; NZZ vom 18.09.2003, 33: «Spitzer-Pakt bremst das Emissionsgeschäft – Gezügelter Analytiker bringen Mehrarbeit für Finanzchefs»; NZZ vom 05.09.2003, 31: «Interessenkonflikte von Finanzanalytikern»; NZZ vom 01.07.2003, 25: «Die Analytiker im Praxistest»; NZZ vom 05.05.2003, 13: «Der Wert der Analytiker»; FuW vom 03.05.2003, 19: «Wo ist [der] Mehrwert von Analysten?»; FACTS 2003 Nr. 19, 96 f: «Analyse für Analysten»; NZZ vom 29.04.2003, 29: «Globalvergleich besiegelt alte Sünden [...]. Die Banken zahlen hohe Bussen und müssen Aktienresearch und Investmentbanking strikt auseinander halten»; Cocca Teodoro D., Schädliche Praxis bei Aktienzuteilungen, in: NZZ vom 25.04.2003, 33; NZZ vom 24.04.2003, 27: «Unabhängige Analytiker erhalten Plattform»; NZZ vom 07.02.2003, 31: «Auch Analytiker müssen schwören»; NZZ vom 25./26.01.2003, 30: «Schweizer Sonderfall in der Finanzanalyse»; NZZ vom 25./26.01.2003, 31: «Die EBK verabschiedet neue Standesregeln für Analytiker»; FuW vom 15.01.2003, 24: «Wege zu besserer Finanzanalyse» und «Sind Analysten unabhängig?».

<sup>3</sup> Vgl. z. B. die Zeitschrift des Verbands Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV), denaris Nr.4/2003: «*Finanzanalyse*: Regulierungsmöglichkeiten; Information System for Analysts; Implementierung neuer Standards; Glaubwürdige Zahlen? : Research in der Praxis; Investor Relations».

<sup>4</sup> Meier-Schatz Christian J., Die Rechtsposition der Ersteller von Finanzanalysen, in: Kolloquium Erwerb von Beteiligungen am Beispiel der öffentlichen Übernahmeangebote, Genève 1989, 519 ff.

<sup>5</sup> Meier-Schatz Christian J., Über die privatrechtliche Haftung für Rat und Anlagerat, in: Sturm Fritz (Hrsg.), *Mélanges Paul Piotet*, Berne 1990, 151 ff.

<sup>6</sup> Wohlers Wolfgang/Mühlbauer Tilo, Strafbarkeit des «Scalping», in: von der Crone Hans Caspar/Weber Rolf H./Zäch Roger/Zobl Dieter (Hrsg.), *Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht*, Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2003, 743 ff.

<sup>7</sup> Bertschinger Urs, Der eingeordnete Berater – ein Beitrag zur faktischen Organschaft, in: von der Crone Hans Caspar/Weber Rolf H./Zäch Roger/Zobl Dieter (Hrsg.), *Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht*, Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2003, 455 ff, insb. 474 ff.

<sup>8</sup> Bertschinger Urs, Bemerkungen zu aktuellen Fragen des Bankenaufsichtsrechts, *AJP 2002* 1259 ff.

<sup>9</sup> Daeniker Daniel/Waller Stefan, Kapitalmarktbezogene Informationspflichten und Haftung, in: Weber Rolf H. (Hrsg.), *Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht*, Band 41 (Europa Institut Zürich), Zürich/Basel/Genf 2003, 55 ff.

<sup>10</sup> Anstelle vieler seien die folgenden drei Publikationen erwähnt: Bertschinger Urs, Rechtsprobleme rund um Ratings und Ratingagenturen, in: Nobel Peter (Hrsg.), *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, Bern 1999, 87 ff; Hofstetter Karl, Gutachterhaftung gegenüber Dritten im schweizerischen Recht, *AJP 1998* 261 ff; Kaiser Urs, Die zivilrechtliche Haftung für Rat, Auskunft, Empfehlung und Gutachten, Diss. Bern 1987.

<sup>11</sup>

Sowohl für die Beantwortung haftpflichtrechtlicher Fragen ( z. B.: Berechnung des Kapitalanlageschadens), als auch für eine Lösung des Falles bleibt vorliegend kein Platz; es soll nur (aber immerhin) aufgezeigt werden, inwieweit hierfür eine rechtsgebietsübergreifende Betrachtung erforderlich ist.

- <sup>12</sup> Statt vieler: Brehm Roland, Berner Kommentar zum Obligationenrecht, Bd. VI/1/3/1, 2. Aufl. Bern 1998, Art. 41 N 33, mit Verweisen auf die bundesgerichtliche Rechtsprechung; Rey Heinz, Ausservertragliches Haftpflichtrecht, 3. Aufl. Zürich 2003, N 672, 698, 705; Weber Rolf H., Schadenersatz kraft Schutznormen: Anwendung auch im Fernmelderecht?, sic! 2003 477 ff, 478; Aepli Viktor, Zum Verschuldensmassstab bei der Haftung für reinen Vermögensschaden nach Art. 41 OR, SJZ 1997 405 ff, 406; a. M. sind die Vertreter der subjektiven Widerrechtlichkeitstheorie: vgl. Gabriel Bruno, Die Widerrechtlichkeit in Art. 41 Abs. 1 OR, Diss. Freiburg 1987, N 288 ff, 898 ff, 906; Werro Franz, Haftung für fehlerhafte Auskunft und Beratung – braucht es die Rechtsfigur der Vertrauenshaftung?, recht 2003 12 ff, 14.
- <sup>13</sup> Vgl. Weber (Fn. 12), 482; Brehm (Fn. 12), Art. 41 N 33; Rey (Fn. 12), N 707; vgl. neuerdings und mit Bezug auf den Schutznormcharakter von Art. 305bis StGB: BGE 6S.22/2003 vom 8. September 2003, E. 2.2.2 ff.
- <sup>14</sup> Vgl. zu diesen ökonomischen Sachzusammenhängen ausführlich etwa: Hartmann-Wendels Thomas/Pfingsten Andreas/Weber Martin, Bankbetriebslehre, 2. Aufl. Heidelberg 2000; Fama Eugene F., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: The Journal of Finance, Vol. 25/Issue 2/ 1970 383 ff; Grossmann Sanford J./Stiglitz Joseph E., On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, in: The American Economic Review, Vol. 70/Issue 3/1980 393 ff; Hens Thorsten, Behavioral und Evolutionary Finance: Die neue Sicht auf die Finanzmärkte, März 2003 ([www.iew.unizh.ch/news/mtw030424/behavioral\\_finance.pdf](http://www.iew.unizh.ch/news/mtw030424/behavioral_finance.pdf)).
- <sup>15</sup> Vgl. z. B.: Laufs Adolf (Hrsg.)/Genzel Herbert, Handbuch des *Arztrechts*, 3. Aufl. München 2002; Ehrenzeller Bernhard (Hrsg.), Das *Anwaltsrecht* nach dem BGFA: Fragen und Entwicklungen im Recht der Rechtsvertretung und Rechtsberatung der Schweiz, St. Gallen 2003 (Hervorhebungen hinzugefügt).

Rechtsgebiet: Bankrecht

Erschienen in: Jusletter 8. Dezember 2003

Zitervorschlag: Jean-Marc Schaller, Finanzanalysten-Recht: Eine neue rechtliche Querschnittsmaterie?, in: Jusletter 8. Dezember 2003

Internetadresse: <http://www.weblaw.ch/jusletter/Artikel.asp?ArticleNr=2823>