

# Selbstregulierung der Finanzanalysten in der Krise – Bessere Richtlinien gegen Missbräuche möglich – Diktat der Grossbanken

## Eigengeschäfte sollten mit Bedingungen erlaubt werden

Von Jean-Marc Schaller

Kürzlich hat die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) entschieden, Art. 33 der Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse (RUF) beizubehalten. Dieser Entscheid überrascht auf den ersten Blick, denn Art. 33 RUF ist vorab in der Branche grosser Kritik ausgesetzt. Konkret untersagt Art. 33 RUF den Finanzanalysten den Erwerb von Wertpapieren, die sie selbst analysieren. In der Tat ergeht es aber keinen Sinn, einem Analysten Eigengeschäfte zu untersagen, gibt er doch dem Anleger mit einem Investmentratschlag z. B. für eine Strong-Buy-Aktie zu verstehen, dass auch er an die Titel glaubt und für künftige Kursbewegungen im gleichen Boot sitzt (Alignment of Interest).

Missbräuche können ohne weiteres mit einer Disclosure-or-Absstain-Regel, mit Handelsverbots- sowie Haltefristen und mit einem Verbot des Handelns in die Gegenrichtung der Empfehlung verhindert werden. Im Weiteren bestehen aus rechtlicher Sicht beträchtliche Anhaltspunkte, dass Art. 33 RUF sowie das (den Artikel gültigende) Rundschreiben der Eidgenössischen Bankenkommision (EBK-RS 04/2) die Bundesverfassung (BV) verletzen.

### Verhältnismässigkeit verletzt

Konkret wird die Wirtschaftsfreiheit (Art. 27 BV) der Finanzanalysten tangiert, ohne dass hierfür eine genügend bestimmte gesetzliche Grundlage bestünde. Sodann sind die aufgezählten, weniger weit reichenden Regeln (Fristen und Verbote) genauso geeignet, schädigende Interessenkonflikte auszuschalten. Das Eigenhandelsverbot widerspricht mithin auch dem Verhältnismässigkeitsprinzip.

Trotz aller Gegenargumente hat der Verwaltungsrat der SBVg für die Beibehaltung von Art. 33 RUF votiert. Medienberichten zufolge handelt es sich hierbei um Interessenpolitik der Grossbanken UBS und CS, die bankintern ihren Analysten bereits vor langem mit Compliance-Regeln den Eigenhandel verboten haben und deshalb im Falle einer milderen Fassung von Art. 33 RUF auf dem Markt der Analysten einen Wettbewerbsnachteil sowie höhere Compliance-Kosten befürchten.

Mit ihrem Entscheid gefährdet die SBVg aber – und das ist der springende Punkt – unmittelbar das Institut der Selbstregulierung. Diese ist auf das Vertrauen



Es macht keinen Sinn, einem Analysten zu verbieten, den Ratschlägen, die er erteilt, nicht selbst nachzukommen. BILD: BLOOMBERG

aller Marktteilnehmer angewiesen. Wird die Selbstregulierung durch Partikularinteressen verdrängt, besteht die ernstzunehmende Gefahr, dass die Analysten in der Anlegerschutz erhehlich an Glaubwürdigkeit einbüßen. In der Tat ist es um die Selbstregulierung nicht gut bestellt, wenn faktisch die beiden Grossbanken über das Aufheben oder Beibehalten von Rechtsregeln bestimmen.

Insbesondere kann es nicht angehen, dass Analystenverbände ihre eigene Branche nicht mehr umfassend zu regulieren vermögen. Der engagierten schweizerischen Finanzanalysten-Vereinigung SFVA ist in diesem Zusammenhang zu attestieren, dass sie mit einer Eingabe (u. a.) die Abschaffung von Art. 33 RUF zugunsten praxisnäherer Regelungen gefordert hat. Durchgesetzt hat sie sich indes nicht. Nicht nur nimmt unter den Branchenangehörigen darob der Unmut zu, sondern auch die Rechtsunsicherheit. Nach wie vor bestehen in der Branche verschie-

dene Regeln zur Frage des Eigenhandels. Im Gegensatz zum strikten Eigenhandelsverbot in Art. 33 RUF lassen nämlich die Codes of Conduct sowohl der SFVA wie auch der Swiss CFA Society den Eigenhandel grundsätzlich zu und sehen praktikablere Regeln vor. Auch stossen weitere Bestimmungen der RUF mangels Praxisnähe auf brancheninterne Kritik.

### Überregulierung vermeiden

Vernag nun die Selbstregulierung nicht mehr einwandfrei zu funktionieren, hat der Staat (wohl oder übel) einzugreifen. Die Notwendigkeit einer staatlichen Grundsatzregulierung liegt mithin klar auf der Hand. Lediglich mit Rundschreiben von der EBK ist es nicht getan. Einzu führen ist vielmehr eine Analyseform, in der sich die fünf Grundsätze der Finanzanalysearbeit (Wahrheit, Klarheit, Vollständigkeit, Sorgfalt, Vermeldung von Interessenkonflikten) gesetzlich normieren lässt.

sen. Ein hierfür anzustrengendes Gesetzgebungsverfahren würde für die nötige Ausbalancierung der Interessen aller Involverten (Banken, Branchenverbände, Analysten, Investoren) sowie für eine gründliche Diskussion der Vor- und Nachteile einer (gesetzlichen) Normierung der gesamtwirtschaftlich essenziellen Finanzanalysefähigkeit sorgen.

Gemäss Stimmen aus der Branche hat eine solche Diskussion gerade in der Ausarbeitung der RUF gefehlt. Ganze Analytenverordnungen wie in Deutschland zu erlassen, ist dagegen nicht angebracht. Stattdessen kann für die detaillierte Ausgestaltung der Rechte und der Pflichten eines Analysten mit einer beizubehaltenden Delegationsnorm auf die praktischen Codes of Conduct der Branchenverbände verwiesen werden. Von einer branchenspezifischen Überregulierung durch eine Analyseform kann demgegenüber keine Rede sein. Im Gegenteil, die Branche ist momentan (selbstverständlich mit Aus-

nahme von Art. 33 RUF) unterreguliert. Das Fehlen jeglicher staatlicher Regulierung ist europaweit wie auch im Vergleich zu den USA einzigartig, und von einer umfassenden staatlichen Regulierung sollte Abstand genommen werden.

Wenn die Branche im Übrigen eine staatliche Regulierung mangels Finanzanalysestandards in der Schweiz ablehnt, dann sei an die Research-Reports im Umfeld des Swissair-Groundings erinnert, denen allfälliger Fehlergehalt juristisch bis anhin ungeklärt geblieben ist. Und dass mit einer unbürokratischen, praxisnahen Selbstregulierung Wettbewerbsvorteile zu schaffen seien, vermag allenfalls dann zuzutreffen, wenn die Selbstregulierung ohne Rücksicht auf Partikularinteressen funktioniert und ihr das Vertrauen aller Marktteilnehmer zukommt, was gegenwärtig kaum der Fall sein dürfte.

### Win-Win-Situation

Schlüsselt man mit einer Norm, wie sich die Analysten der Märkte zu verhalten haben, der Anleger- und Funktionsschutz verbessert werden. Mit der gegenwärtigen Rechtslage hat nämlich ein einzelner geschädigter Anleger erhebliche Rechtschancen zu überwinden (Beweisprobleme, Verjährung, Kostenrisiken), um mit einer Schadenersatzklage vor Gericht durchzuziehen. Strafrechtlich ist die Finanzanalysearbeit ohnehin nur schwachlich zu erlassen. Unabhängige Analyseurteilnehmer sind mit der RUF alsdann überhaupt nicht reguliert. Diese Rechtschancen lassen sich mit einer Analyseform in idealer Weise schliessen.

Letztlich wäre mit einer Analyseform allen geltend: den Finanzanalysten, die sich bei ihrer täglichen Arbeit an klaren Leitlinien orientieren könnten und nicht mehr länger unter (teilweise) unpraktikablen und sich widersprechenden selbstgenähten Erlassen tätig sein müssten; den Investoren, die sich auf eine staatliche Regelung und damit auch auf staatliches Eingreifen im Bedarfsfalle verlassen dürfen; der gesamten Branche, die von einem damit ehregebrachten Vertrauensgewinn profitiert. Eine Win-Win-Situation also, die nunmehr vom Gesetzgeber so bald wie möglich anzustreben ist.

Dr. Jean-Marc Schaller hat im Finanzanalysten-Recht doktriniert, Epubliziert und referiert regelmässig in diesem Rechtsgebiet.