

Zur Frage, ob Art. 33 der "Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse" die Wirtschaftsfreiheit eines Finanzanalysten verletzt



JEAN-MARC SCHALLER,
Dr. iur., Zürich

Inhaltsübersicht:

- I. Einleitung
- II. Eigenhandelsverbot (Art. 33 RUF): Wortlaut, Auslegung und Kritik
- III. Eigenhandel und Wirtschaftsfreiheit
- IV. Staatlicher Eingriff
- V. Unzulässigkeit des Eingriffs
 - 1. Genügende gesetzliche Grundlage (Art. 36 Abs. 1 BV)
 - 2. Öffentliches Interesse (Art. 36 Abs. 2 BV)
 - 3. Verhältnismässigkeit im weiteren Sinn (Art. 36 Abs. 3 BV)
 - a. Voraussetzungen
 - b. Eignung
 - c. Erforderlichkeit
 - aa. Alternativen zum Eigenhandelsverbot
 - i. Handelsverbotsfristen
 - ii. Haltefristen
 - iii. Offenlegungspflicht
 - iv. Verbot, in die Gegenrichtung der Empfehlung zu handeln
 - bb. Rules of Conduct and Fundamental Principles of Professional Ethics
 - cc. Rechtsvergleich
 - d. Unverhältnismässigkeit des Eigenhandelsverbots
- VI. Ergebnis

I. Einleitung

Als Reaktion auf die Verunsicherung der Anlegerschaft, welche vor allem durch die internationalen Finanzskandale in den USA (Enron, Worldcom) ausgelöst wurde, sind am 1. Juli 2003 die "Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse" (nachfolgend abgekürzt mit: *RUF*) in Kraft getreten¹. Die RUF wurden am 2. Dezember 2002 vom Verwaltungsrat der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) verabschiedet, am 23. Januar 2003 von der Eidgenössischen Bankenkommision (EBK) als allgemeinverbindliche Standesregeln genehmigt und schliesslich in Anhang I des EBK-Rundschreibens (EBK-RS) 96/3 aufgenommen². Seit dem 21. April 2004 ist die entsprechende Verbindlicherklärung der RUF als von der EBK anerkannte Selbstregulierung im Anhang I und dort in Ziff. 11 des EBK-RS 04/2 zu finden³. Das erklärte Ziel der RUF lautet

dahingehend, eine qualitativ hochstehende und unabhängige Finanzanalyse auf dem Finanzplatz Schweiz zu gewährleisten⁴.

II. Eigenhandelsverbot (Art. 33 RUF): Wortlaut, Auslegung und Kritik

Eine ganz bestimmte Verhaltensanordnung dieser RUF ist allerdings in letzter Zeit unter starken Beschluss insbesondere der Berufsverbände SVFV⁵ und SCFAS⁶ geraten. Es handelt sich um den Art. 33 RUF, der ein sog. *Eigenhandelsverbot* statuiert:

Art. 33 RUF:

"Ein Finanzanalyst darf von ihm selbst analysierte Titel (Wertpapiere und Wertrechte, inkl. Derivate) nicht auf eigene Rechnung erwerben."

Diese Bestimmung steht innerhalb der Normmasse der RUF unter dem Titel "Eigengeschäfte des Finanzanalysten". Es geht also darum, dass Finanzanalysten mit denjenigen Beteiligungspapieren, die sie selber analysieren bzw. über die sie Research Reports veröffentlichen, keinen eigenen, privaten (Börsen-)Handel betreiben dürfen. Gemäss der Kommentierung der SBVg zu Art. 33 RUF gilt dieser Grundsatz für alle Research Reports, für die "der Finanzanalyst verantwortlich zeichnet oder an denen er massgeblich beteiligt ist und welche zur Veröffentlichung vorgesehen sind (...), unabhängig davon, ob der Analyst als Buy-Side- oder Sell-Side-Analyst tätig ist."

Dr. iur. JEAN-MARC SCHALLER ist zur Zeit Auditor am Bezirksgericht Zürich. Der Autor dankt Herrn ref. iur. DIRK HARTMANN sowie Herrn Dr. iur. RETO M. JENNY für die kritische Durchsicht des Manuskripts und die wertvollen Hinweise zur Sache.

- 1 Die "Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse" sind einsehbar unter <www.swissbanking.org/3566_d.pdf>.
- 2 Tätigkeitsbericht SBVg 2002/2003, Kap. 5.4.5., Abs. 1.
- 3 Rundschreiben der Eidg. Bankenkommision: Von der Eidg. Bankenkommision als Mindeststandard anerkannte Selbstregulierung (Selbstregulierung als Mindeststandard) vom 21.4.2004 (Stand vom 29.9.2004). Dieses Rundschreiben ist abrufbar unter <www.ebk.ch/d/regulier/rundsch/index.html>.
- 4 Tätigkeitsbericht SBVg 2001/2002, Kap. 5.4.5., Abs. 1.
- 5 Schweizerische Vereinigung für Finanzanalyse und Vermögensverwaltung (<www.sfaa.ch>).
- 6 Swiss CFA Society (<www.scfas.org>).

Teleologisch steht dahinter die ohne Weiteres nachvollziehbare Überlegung, dass die Unabhängigkeit und Objektivität eines Finanzanalysten schnell in Frage gestellt wird, sobald er mit Beteiligungspapieren handelt, über die er zugleich Research Reports verfasst. In solchen Fällen ist es nicht auszuschliessen, dass ein Finanzanalyst den Börsenkurs seiner eigenen Beteiligungspapiere durch "geschönte" Research Reports auf Kosten einer objektiven Beurteilung fördert⁷. Mithin unterliegt der Finanzanalyst diesfalls einem *Eigeninteressenkonflikt*: Auf der einen Seite muss der Finanzanalyst das Interesse der Anleger an zutreffenden Research Reports wahren, auf der anderen Seite ist der Finanzanalyst an einer Kurssteigerung bzw. Börsenwerterhöhung seiner Beteiligungspapiere interessiert⁸. Das Eigenhandelsverbot in Art. 33 RUF bezweckt, einen solchen Eigeninteressenkonflikt erst gar nicht entstehen zu lassen und sorgt damit für eine (eigentlich wünschenswerte) *independence in appearance* des Finanzanalysten⁹.

Trotz dieses an sich positiven Effektes ist das Eigenhandelsverbot, wie bereits erwähnt, von Seiten der Branchenangehörigen zu *Recht* heftiger öffentlicher¹⁰ als auch brancheninterner Kritik ausgesetzt: Die Aussagekraft und das Vertrauen in einen Research Report wird durch den Hinweis des Finanzanalysten, er habe die von ihm etwa als "strong buy" empfohlene Aktie X bereits selbst erworben, eher verstärkt denn geschwächt¹¹. Der Finanzanalyst gibt dem Anleger dadurch zu erkennen, dass auch er an die Aktie "glaubt" und hinsichtlich zukünftiger Kursgewinne oder -verluste mit dem Anleger "im gleichen Boot sitzt"¹². Auch sind statt eines Eigenhandelsverbots zahlreiche, weniger weit reichende Alternativen wie etwa Handelsverbots- und Haltefristen, eine "Disclose or Abstain"-Regelung oder ein Verbot des Handelns in die Gegenrichtung der Empfehlung denkbar¹³.

Nicht nur ist das Eigenhandelsverbot zu strikt¹⁴ und deshalb nicht besonders praxisnah, sondern auch – und ungleich brisanter – *verfassungsrechtlich* bedenklich: Da den Finanzanalysten jeglicher Eigenhandel untersagt wird, stellt sich die Frage, ob Art. 33 RUF in Kombination mit Anhang I/Ziff. 11 des EBK-RS 04/2 gar die Wirtschaftsfreiheit eines Finanzanalysten verletzt. Im Rahmen dieses Beitrags sollen deshalb Art. 33 RUF i.V.m. Anhang I/Ziff. 11 des EBK-RS 04/2 im Sinne einer "abstrakten Normenkontrolle" auf deren Verfassungsmässigkeit geprüft werden.

III. Eigenhandel und Wirtschaftsfreiheit

Die Wirtschaftsfreiheit im Sinne von Art. 27 und 94 BV schützt die freie wirtschaftliche Betätigung *umfassend*¹⁵. Schutzobjekt der Wirtschaftsfreiheit ist *jede privatwirtschaftliche Tätigkeit*¹⁶, die der *Erzielung eines Gewinns* oder eines *Erwerbseinkommens* dient¹⁷.

Vorliegend kommt die Wirtschaftsfreiheit in ihrem Teilgehalt als *Vertragsabschlussfreiheit* zum Tragen: Einem Finanzanalysten steht es grundsätzlich zu, privatrechtliche Verträge in beliebiger Art und Menge abzuschliessen. So steht es ihm frei, Kaufverträge über verschiedenste Wert-

papiere zu vereinbaren und diese Wertpapiere in sein privates Wertschriftenportfolio zu integrieren. Rechtsgrundlage dieser so verstandenen Wirtschaftsfreiheit als Vertragsabschlussfreiheit sind die Art. 27 und 94 BV sowie (implizit) Art. 19 OR¹⁸. Mithin wird das Institut der Vertragsfreiheit zum unantastbaren Kern der Wirtschaftsfreiheit gezählt¹⁹. Einschränkung der Vertrags(abschluss)freiheit sind also nur insoweit zulässig, als sie mit der Wirtschaftsfreiheit vereinbar sind²⁰.

7 JEAN-MARC SCHALLER, Finanzanalysten-Recht, Diss. Zürich 2004 (=SSBR Bd. 79), § 15 N 23.

8 J.-M. SCHALLER (FN 7), § 15 N 24 (zur Unterscheidung Eigen-/Drittinteressenkonflikte: § 15 N 20 f).

9 Die berufliche Tätigkeit der Finanzanalysten erfordert, dass sich der Finanzanalyst einerseits in tatsächlicher Weise unabhängig verhält (*independence in fact*), andererseits aber auch dafür besorgt sein muss, gegen aussen, d.h. gegenüber den Marktteilnehmern und der Öffentlichkeit den Anschein einer unabhängigen, objektiven und unvoreingenommenen Ausübung seiner beruflichen Tätigkeit zu vermitteln (*independence in appearance*). Vgl. dazu J.-M. SCHALLER (FN 7), § 15 N 39.

10 Vgl. MARCO CURTI, Throwing out the baby with the bathwater: Prohibition of Proprietary Trading – Wrong Solution, in: Financial Markets and Portfolio Management 2003, 403 f.

11 J.-M. SCHALLER (FN 7), § 15 N 52.

12 GL.M. FRANK A. SCHÄFER, Anmerkungen (Urteil des BGH vom 6.11.2003), BKR 2004, 79: "Gibt es eine bessere Unterstützung einer Empfehlung als den Hinweis, man habe die Wertpapiere selbst erworben?"

13 Dazu eingehend hinten V.3.c.a.a.

14 Zumindest scheint der Erwerb von Anteilen an einem Anlagefonds, der einen vom betreffenden Finanzanalysten analysierten Titel mitbeinhaltet, nicht unter das Eigenhandelsverbot des Art. 33 RUF zu fallen. Wenn dem wider Erwarten doch so wäre, dann bliebe z.B. einem Finanzanalysten, der weit verbreitete Blue Chips analysiert, eine Investition in zahlreiche Anlagefonds (unter Umständen gar bis zu den breit diversifizierten Weltmarktfonds!) grösstenteils untersagt.

15 KLAUS A. VALLENDER, in: BERNHARD EHRENZELLER/PHILIPPE MASTRONARDI/RAINER J. SCHWEIZER/KLAUS A. VALLENDER (Hrsg.), Die Schweizerische Bundesverfassung – Kommentar, St. Gallen/Lachen/Zürich 2002, Art. 27 N 7.

16 ULRICH HÄFELIN/WALTER HALLER, Schweizerisches Bundesstaatsrecht, 5. A., Zürich 2001, N 628 ff.

17 BGE 124 I 313; RENÉ RHINOW, Grundzüge des Schweizerischen Verfassungsrechts, Basel 2003, N 2874; GIOVANNI BIAGGINI, § 49 Wirtschaftsfreiheit, in: DANIEL THÜRER/JEAN-FRANÇOIS AUBERT/JÖRG PAUL MÜLLER (Hrsg.), Verfassungsrecht der Schweiz, Zürich 2001, § 49 N 6.

18 Zwar wird die Vertragsabschlussfreiheit vom Gesetz nicht ausdrücklich erwähnt, aber im Sinne eines notwendigen Teilgehalts der Wirtschaftsfreiheit als selbstverständlich vorausgesetzt (vgl. statt vieler ERNST A. KRAMER, Berner Kommentar, Das Obligationenrecht, Band VI/1, 2. Teilband/1a, Inhalt des Vertrags, Kommentar zu Art. 19–22 OR, Bern 1991, Art. 19–20 N 41).

19 JÖRG PAUL MÜLLER, Grundrechte in der Schweiz, 3. A., Bern 1999, 667 f.

20 U. HÄFELIN/W. HALLER (FN 16), N 630.

Indessen ist umstritten, ob die Wirtschaftsfreiheit auch die *Konsumfreiheit* mitumfasst²¹, doch kommt dieser Streitfrage im vorliegenden Fall keine Bedeutung zu: Der Finanzanalyst erwirbt die Wertpapiere nicht zum (konsumtypischen) persönlichen Verbrauch, sondern der Wertpapiererwerb dient der Investition seines Kapitals. Mit anderen Worten werden die Wertpapiere nach Erwerb nicht "verbraucht", sondern als Kapitalanlage gehalten und bei Bedarf wieder desinvestiert. Daraus erhofft sich der Finanzanalyst, eine Rendite (Gewinn) zu erzielen. Dieses "Erwerbs-/Gewinnmoment" grenzt die private Erwerbstätigkeit vom blossen Konsum ab²². Demzufolge untersteht der nebenberufliche, private Wertpapierhandel eines Finanzanalysten jedenfalls dem Schutze der Wirtschaftsfreiheit.

IV. Staatlicher Eingriff

In einem nächsten Schritt soll analysiert werden, ob das Eigenhandelsverbot in Art. 33 RUF als *staatlicher Eingriff* in die Wirtschaftsfreiheit eines Finanzanalysten zu qualifizieren ist. Ein staatlicher Eingriff setzt begriffslogisch voraus, dass der Staat bzw. eine staatliche Behörde den fraglichen Eingriff vornimmt.

Die *SBVg*, welche die RUF auf selbstregulatorischer Ebene ausgearbeitet und erlassen hat, ist ein privatrechtlicher Interessenverband, konstituiert als Verein im Sinne von Art. 60 ff ZGB²³. Von einem staatlichen Eingriff seitens der SBVg kann somit keine Rede sein. Allerdings hat die *EBK* die RUF – und damit auch das Eigenhandelsverbot in Art. 33 RUF – in ihrem RS 04/2 vom 21. April 2004 im Anhang I/Ziff. 11 als Mindeststandard anerkannt. Die institutionelle Rechtsnatur der Eidgenössischen Bankenkommission (*EBK*) qualifiziert diese als staatliche Behörde: Die *EBK* ist eine verwaltungsunabhängige *Behördenkommission*²⁴. Eingriffe der *EBK* sind somit staatliche Eingriffe.

Mittels *Rundschreiben* informiert die *EBK* über die Anwendung rechtlicher Vorschriften²⁵. Mithin handelt es sich beim Erlass eines *EBK*-Rundschreibens nicht um Rechtssetzung im eigentlichen Sinne, weshalb die Rundschreiben zwar keine unmittelbare Rechtswirkung für die Adressaten entfalten können, sondern eine einheitliche Verwaltungspraxis zu schaffen versuchen²⁶. Rundschreiben sind demzufolge Verwaltungsverordnungen²⁷. Hiermit gibt die *EBK* als staatliche Behörde den beaufsichtigten Marktteilnehmern im Voraus zu erkennen, wie sie im Bedarfsfalle rechtlich eingreifen wird. Bei abweichendem Verhalten ist eine entsprechende, anfechtbare Verfügung zu erwarten²⁸.

Aus diesen Gründen erhellt, dass Art. 33 RUF i.V.m. Anhang I/Ziff. 11 *EBK*-RS 04/2 nicht bloss staatsneutrale Selbstregulierung darstellt, sondern dass es sich dabei um eine *staatliche Steuerung* der Selbstregulierung handelt²⁹. Steuert der Staat, dann greift er zwangsläufig (auch) ein. Mit Bezug auf die Wirtschaftsfreiheit ist in diesem Zusammenhang nicht von der Hand zu weisen, dass Art. 33 RUF i.V.m. Anhang I/Ziff. 11 *EBK*-RS 04/2 einen eigentlichen *staatlichen Eingriff* darstellt.

Damit ist allerdings noch nicht geklärt, ob mit Art. 33 RUF i.V.m. Anhang I/Ziff. 11 *EBK*-RS 04/2 auch in die Wirtschaftsfreiheit eines *einzelnen Finanzanalysten* eingegriffen wird. Gemäss Art. 1 RUF erstreckt sich zwar der persönliche Anwendungsbereich der RUF auf Finanzanalysten, die Mitarbeiter von Banken oder Effektenhändlern sind und sich an der Erstellung von unternehmensextern publizierten Research Reports beteiligen. Doch darf an dieser Stelle nicht übersehen werden, dass sich die Sanktionsgewalt der *EBK* als staatliche Aufsichtsbehörde nur auf die von ihr beaufsichtigten Marktteilnehmer beschränkt, mithin einzelne natürliche Personen, die ihre berufliche Tätigkeit für eine Bank, einen Effektenhändler oder eine Fondsleitung ausüben, in aller Regel nur indirekt (z.B. über faktische Berufsverbote im Rahmen einer Gewährsprüfung) sanktioniert werden können. Allfällige Verfügungen der *EBK* wegen abweichenden Verhaltens eines (angestellten) Finanzanalysten können jedoch grundsätzlich nur die Bank oder den Effektenhändler treffen, bei dem der fehlbare Finanzanalyst beruflich tätig ist³⁰.

- 21 *Pro*: J. P. MÜLLER (FN 19), 645, mit weiteren Hinweisen; RENÉ RHINOW/GERHARD SCHMID/GIOVANNI BIAGGINI, Öffentliches Wirtschaftsrecht, Basel 1998, § 5 N 30; *contra*: HÄFELIN/HALLER (FN 16), N 638; ebenfalls *contra*: BGE 102 Ia 121 f., freilich mit starkem Bezug auf den damals beurteilten Einzelfall.
- 22 Vgl. R. RHINOW/G. SCHMID/G. BIAGGINI (FN 21), § 5 N 30.
- 23 Vgl. § 1 SBVg-Statuten (<www.swissbanking.org/statuten_sbv_g_2003.pdf>).
- 24 Vgl. GIOVANNI BIAGGINI, Verfassungsfragen der Behördenorganisation im Bereich der Finanzmarktaufsicht, in: HANS CASPAR VON DER CRONE/PETER FORSTMOSER/ROLF H. WEBER/ROGER ZÄCH (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl, Zürich 2004, 38 ff.
- 25 DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N 730.
- 26 D. ZOBL/S. KRAMER (FN 25), N 137. Vgl. dazu auch BGE 121 II 478.
- 27 D. ZOBL/S. KRAMER (FN 25), N 137. Zur Rechtsnatur von Verwaltungsverordnungen vgl. eingehend ULRICH HÄFELIN/GEORG MÜLLER, Allgemeines Verwaltungsrecht, 4. A., Zürich 2002, N 123 ff.
- 28 PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. A., Bern 2004, § 7 N 102.
- 29 Dazu allgemein D. ZOBL/S. KRAMER (FN 25), N 92 und dort FN 236.
- 30 Nur ausnahmsweise kann die *EBK* bereits de lege lata Berufsverbote für verantwortliche Mitarbeiter eines Effektenhändlers verfügen (Art. 35 Abs. 3 lit. b BEHG). Mit dieser Bestimmung lassen sich indessen Eigenhandel betreibende Finanzanalysten nicht aus dem Kapitalmarkt "entfernen", denn es heisst in Art. 35 Abs. 3 lit. b BEHG explizit, dass nur "Personen, die als verantwortliche Mitarbeiter ... Effektenhandel" betreiben, mit einem Berufsverbot belegt werden können. Finanzanalysten betreiben jedoch hauptberuflich keinen Effektenhandel, sondern fördern diesen vielmehr durch ihre Funktion als Informationsintermediäre. Somit ist nicht

Doch selbst wenn sich der Finanzanalyst nicht mit der (abstrakten) Androhung eines Berufsverbots vom Eigenhandel fernhalten lässt, ist dies allerdings (und erst recht) durch die Sanktionsandrohung der EBK gegenüber seinem Arbeitgeber (Bank oder Effektenhändler) gewährleistet. Diesbezüglich äussert sich das Wesen des besagten Eigenhandelsverbots in Form einer *speziellen, indirekten Rechtswirkung*: Mit Art. 33 RUF i.V.m. Anhang I/Ziff. 11 EBK-RS 04/2 werden die Arbeitgeber der Finanzanalysten von der EBK direkt und unmittelbar gezwungen, mittels *betriebsinterner Compliance-Weisungen* ihren eigenen Finanzanalysten richtlinienkonform jeglichen Eigenhandel zu untersagen. Diesen Schritt haben denn auch Informationen aus der Finanzbranche zufolge die Banken und Effektenhändler zwangsläufig (und wohl zähneknirschend) vorgenommen. Nachfolgend als Beispiel ein Auszug aus dem Compliance-Manual einer schweizerischen Bank:

Ziff. 5.4. Eigengeschäfte von Finanzanalysten:

"Für Eigengeschäfte von Finanzanalysten werden ergänzend folgende Einschränkungen erlassen:

- *Es ist für Finanzanalysten verboten, Titel (Wertpapiere, Wertrechte inkl. Derivate) von Gesellschaften, über welche sie Finanzanalyse-Empfehlungen erstellen oder am Resultat massgeblich beteiligt sind, auf eigene Rechnung zu erwerben oder zu halten.*
- Ein Vorkauf von zu emittierenden Titeln sowie die Zeichnung der entsprechenden Titel bei Emission, ist für Finanzanalysten, welche bei der Vorbereitung der betreffenden Emission beteiligt waren und/oder über diese Gesellschaft Finanzanalyse-Empfehlungen erstellen oder am Resultat massgeblich beteiligt sind, *untersagt*.
- Der Finanzanalyst darf die vorgenannten Bestimmungen *nicht über Dritte*, wie beispielsweise Mitglieder seines Haushaltes oder andere ihm nahestehende Personen, *umgehen*.

Die vorgenannten Einschränkungen gelten ebenfalls für neu eintretende Finanzanalysten oder für Finanzanalysten, die neue Analyse-Aufgaben übernehmen. Allfällig gehaltene Titel einer zu analysierenden Gesellschaft müssen somit grundsätzlich vor Übernahme der neuen Aufgabe verkauft werden.

In Bezug auf das Halten von Titeln können in speziellen Fällen (z.B. bei Steuerfolgen aus vorzeitigem Verkauf von Mitarbeiteraktien früherer Arbeitgeber) Ausnahmen durch Compliance Services bewilligt werden (gilt ebenfalls für Fristerstreckungen betreffend Verkauf). Der Finanzanalyst hat in solchen Fällen ein schriftliches Gesuch mit Begründung, ergänzt durch eine Empfehlung des verantwortlichen Heads der Sub-Business Line, einzureichen. Solche Positionen können danach nur noch unter vorgängiger Bewilligung von Compliance Services verkauft werden (gilt auch für Teilverkäufe). (...) *Für den Erwerb oder Zukäufe von selbst analysierten Titeln gibt es keine Ausnahmen.*" (Hervorhebungen [kursiv] hinzugefügt)

Zwar verbieten mit solchen oder ähnlichen Compliance-Weisungen (streng rechtlich betrachtet) "nur" die Banken

und Effektenhändler ihren Finanzanalysten auf privatrechtlicher Ebene den Eigenhandel. Diese Konstellation entbindet den Staat indessen nicht jeglicher Verantwortung: Im Sinne von Art. 35 Abs. 3 BV müssen gerade die staatlichen Behörden dafür sorgen, dass Grundrechte wie die Wirtschaftsfreiheit, soweit sie sich dazu eignen, auch unter Privaten wirksam werden. Es liegt auf der Hand, dass die EBK diesem verfassungsmässigen Gebot mit der Verbindlicherklärung (unter anderem) des Art. 33 RUF nicht eigentlich nachgekommen ist. Vielmehr hat die EBK die beschriebene indirekte rechtliche Wirkung auf das (private) Rechtsverhältnis zwischen Bank/Effektenhändler und Finanzanalyst geradezu staatlich erzwungen, statt auf Art. 33 RUF zu verzichten und damit einer verfassungsmässig gebotenen *indirekten Drittwirkung der Wirtschaftsfreiheit*³¹ auf das Rechtsverhältnis zwischen Bank/Effektenhändler und Finanzanalysten zum Durchbruch zu verhelfen!

Im Ergebnis bleibt es somit aufgrund der gegenwärtigen Rechtslage einem Finanzanalysten untersagt, Eigenhandel zu betreiben. Ansonsten haben sowohl dessen Bank/Effektenhändler als auch der Finanzanalyst persönlich gravierende Sanktionen zu befürchten: der Arbeitgeber seitens der EBK, der Finanzanalyst seitens seines eigenen Arbeitgebers. Die Vornahme eines verbotenen Eigengeschäfts eines Finanzanalysten gilt gemäss Art. 4 VAB³² sogar als wichtiger Grund, der den Arbeitgeber zur sofortigen Auflösung des Arbeitsverhältnisses im Sinne von Art. 337 OR berechtigt. Art. 33 RUF i.V.m. Anhang I/Ziff. 11 EBK-RS 04/2 schränkt somit nicht (bzw. nur in zweiter Linie) die Banken und Effektenhändler ein, sondern es trifft im Sinne einer *staatlich erzwungenen, indirekten Rechtswirkung* den einzelnen Finanzanalysten; dessen Wirtschaftsfreiheit im Teilgehalt der Vertragsabschlussfreiheit wird eingeschränkt.

V. Unzulässigkeit des Eingriffs

Ein Eingriff in die bzw. eine Einschränkung der Wirtschaftsfreiheit ist indessen als zulässig zu betrachten, falls die in Art. 36 BV abschliessend aufgezählten Voraussetzungen kumulativ erfüllt sind und sich die Einschränkung als mit der Wirtschaftsfreiheit grundsätzlichkonform erweist. Andernfalls wird die Wirtschaftsfreiheit verletzt. Einschränkungen

davon auszugehen, dass die EBK im Bedarfsfalle einen Finanzanalysten wegen verbotenen Eigenhandels mit einem Berufsverbot belegen könnte. Vorderhand bleibt es dabei, dass die EBK im Falle eines Verstosses eines Finanzanalysten nur das betreffende, beaufsichtigte Finanzinstitut (Bank/Effektenhändler) sanktionieren könnte.

31 Zur Drittwirkung von Grundrechten im schweizerischen Recht vgl. ausführlich PATRICIA EGLI, Drittwirkung von Grundrechten, Diss., Zürich 2002, 135 ff.

32 Die VAB (Vereinbarung über die Anstellungsbedingungen der Bankangestellten) gilt als aktueller Gesamtarbeitsvertrag der Bankbranche und ist am 1.1.2004 in Kraft getreten (vgl. Art. 46 VAB). Die VAB ist einsehbar unter <www.sbpv.ch>.

von Grundrechten bedürfen gemäss Art. 36 BV einer genügenden gesetzlichen Grundlage (Abs. 1), eines öffentlichen Interesses (Abs. 2) und müssen verhältnismässig sein (Abs. 3). Zudem darf der Kerngehalt des in Frage stehenden Grundrechts nicht angetastet werden (Abs. 4).

1. Genügende gesetzliche Grundlage (Art. 36 Abs. 1 BV)

Ob mit Art. 33 als Norm einer auf selbstregulatorischer Ebene ausgearbeiteten Richtlinie und mit dessen Anerkennung als Mindeststandard in Anhang I/Ziff. 11 des EBK-RS 04/2 eine genügende *gesetzliche Grundlage* besteht, ist fraglich: Neben dem Erfordernis des Rechtssatzes, der den Rundschreiben als Verwaltungsverordnungen ohnehin nicht zugestanden wird³³, bedarf es für schwerwiegende Eingriffe der Gesetzesform³⁴. Meines Erachtens handelt es sich im vorliegenden Fall um einen solch schwerwiegenden Eingriff, wird doch dem Finanzanalysten der Eigenhandel mit denjenigen Beteiligungspapiere, die er analysiert, ausnahmslos untersagt. Und selbst wenn es sich (eventualiter) "nur" um einen leichten Eingriff handeln sollte, bedürfte es zumindest einer Regelung auf Verordnungsstufe, um dem Erfordernis der gesetzlichen Grundlage nachzukommen. Zwar verkörpern Verwaltungsverordnungen für sich allein keine Rechtsquellen des Verwaltungsrechts³⁵, doch stützt sich das EBK-RS 04/2 immerhin explizit (u.a.) auf Art. 23^{bis} Abs. 1 BankG³⁶ und Art. 35 Abs. 1 BEHG³⁷, weshalb im Grunde von einer gesetzlichen Grundlage ausgegangen werden kann. Doch erweisen sich diese Gesetzesnormen im vorliegenden Fall wohl eher als zu unbestimmt, um einen derart schwerwiegenden Eingriff in die Wirtschaftsfreiheit der Finanzanalysten mittels einer Verwaltungsverordnung rechtsgenügend legitimieren zu können.

2. Öffentliches Interesse (Art. 36 Abs. 2 BV)

Ein *öffentliches Interesse* an einem Eigenhandelsverbot ist indessen nicht von der Hand zu weisen: Finanzanalysten, denen jegliche Eigengeschäfte untersagt sind, geraten nicht in Verdacht, ihre eigenen monetären Interessen den Interessen der Anlegerschaft an einer zutreffenden, objektiven und unabhängigen Finanzanalyse vorzuziehen. Dies dient namentlich dem wirtschaftspolizeilichen (öffentlichen) Interesse des Schutzes von Treu und Glauben im Geschäftsverkehr, im Kapitalmarktrecht konkretisiert durch den *Anleger- und Funktionsschutz*.

3. Verhältnismässigkeit im weiteren Sinn (Art. 36 Abs. 3 BV)

a. Voraussetzungen

Genügt aber das in Art. 33 RUF normierte Eigenhandelsverbot dem Prinzip der *Verhältnismässigkeit*, wozu es der Eignung und der Erforderlichkeit des staatlichen Eingriffs sowie der Verhältnismässigkeit von Eingriffszweck und Eingriffswirkung (= Verhältnismässigkeit im engeren Sinn) bedarf³⁸?

b. Eignung

Als geeignet stellt sich ein staatlicher Eingriff heraus, wenn der im öffentlichen Interesse verfolgte Zweck erreicht werden kann. Mit dem umfassenden Eigenhandelsverbot, das Interessenkonflikte unterbindet, wird zweifelsohne der Anleger- und Funktionsschutz gefördert.

c. Erforderlichkeit

Indessen ist das Eigenhandelsverbot *nicht erforderlich*: Es lassen sich eine stattliche Zahl an gleich geeigneten, aber mildereren Massnahmen denken, um den angestrebten Erfolg zu erzielen, d.h. den Anleger und den Kapitalmarkt vor Interessenkonflikten und verfälschten Research Reports zu schützen.

aa. Alternativen zum Eigenhandelsverbot

Als Alternativen zu einem Eigenhandelsverbot fallen insbesondere die anschliessend näher zu erläuternden Massnahmen in Betracht:

- Handelsverbotsfristen
- Haltefristen
- Offenlegungspflichten ("Disclose or Abstain")
- Verbot des Handelns in die Gegenrichtung der Empfehlung.

i. Handelsverbotsfristen

Handelsverbotsfristen untersagen den Finanzanalysten, während einer bestimmten Zeit, z.B. 10 Tage vor und 10 Tage nach der Veröffentlichung eines Research Report, Handel mit dem analysierten Beteiligungspapier zu betreiben³⁹. Auf diese Weise lässt sich erreichen, dass der Markt die Informationen des veröffentlichten Research Report verarbeitet, ohne dass der Finanzanalyst davon profitieren kann.

33 U. HÄFELIN/G. MÜLLER (FN 27), N 384.

34 Statt vieler vgl.: RAINER J. SCHWEIZER, in: BERNHARD EHRENZELLER/PHILIPPE MASTRONARDI/RAINER J. SCHWEIZER/KLAUS A. VALLENDER (Hrsg.), *Die Schweizerische Bundesverfassung – Kommentar*, St. Gallen/Lachen/Zürich 2002, Art. 36 N 12.

35 U. HÄFELIN/G. MÜLLER (FN 27), N 125.

36 Art. 23^{bis} Abs. 1 BankG: Die Bankenkommision trifft die zum Vollzug des Gesetzes notwendigen Verfügungen und überwacht die Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften.

37 Art. 35 Abs. 1 BEHG: Die Aufsichtsbehörde trifft die zum Vollzug des Gesetzes und seiner Ausführungsbestimmungen notwendigen Verfügungen und überwacht die Einhaltung der gesetzlichen und reglementarischen Vorschriften.

38 Vgl. statt vieler U. HÄFELIN/W. HALLER (FN 16), N 320 ff.

39 Demgegenüber erweist sich das zeitlich nicht begrenzte Eigenhandelsverbot in Art. 33 RUF als sachlich nicht gerechtfertigt und übertrieben. Die Ausweichmöglichkeiten sind zudem äusserst beschränkt: Etwa darf ein Finanzanalyst das Eigenhandelsverbot weder durch Transaktionen über Dritte, wie beispielsweise Mitglieder seines Haushaltes oder andere ihm nahestehende Personen, umgehen (vgl. Art. 1 RUF [letzter

ii. Haltefristen

Hält ein Finanzanalyst bereits seit längerem ein Beteiligungspapier, über das er sodann einen Research Report verfasst, können *Haltefristen* den Finanzanalysten verpflichten, dieses Beteiligungspapier eine bestimmte Zeit lang nicht zu verkaufen und somit Kurssprünge, verursacht durch die Veröffentlichung des Research Report, nicht auszunutzen.

iii. Offenlegungspflicht

Mit einer *Offenlegungspflicht* wird ein Finanzanalyst vor die Alternative gestellt, entweder seine Eigenhandelsgeschäfte in seinem Research Report für den Anleger klar erkennbar offenzulegen oder sich solcher Geschäfte vollständig zu enthalten ("Disclose or Abstain")⁴⁰.

iv. Verbot, in die Gegenrichtung der Empfehlung zu handeln

Schliesslich liesse sich mit der Statuierung eines *Verbots des Handelns in die Gegenrichtung der Empfehlung* unterbinden, dass ein Finanzanalyst z.B. eine Aktie verkauft (weil er nicht an eine gute Performance glaubt) und gleichzeitig in seinem Research Report eine (gegenläufige) Kaufempfehlung abgibt⁴¹.

bb. Rules of Conduct and Fundamental Principles of Professional Ethics

Diese Massnahmen sind in der Branche bestens bekannt und werden in den verbandsinternen Regelwerken grösstenteils bereits vorgesehen: Etwa kennen die *Rules of Conduct and Fundamental Principles of Professional Ethics* des schweizerischen Berufsverbandes SVFV in Rule 4 und 5 bereits entsprechende Vorschriften⁴²: Rule 4 (Conflicts of Interests) verpflichtet einen Finanzanalysten, dass alle Tatsachen, die potentiell dessen Objektivität und dessen Unabhängigkeit zu beeinflussen vermögen, von ihm offenzulegen sind. Dazu zählt u.a. der Eigenhandel mit analysierten Beteiligungspapieren. Weiter müssen Finanzanalysten gemäss Rule 5 (Personal Investment Transactions of Members) eigene Geschäfte während der Erstellung eines Research Report und bis zu einem bestimmten Zeitpunkt nach der Veröffentlichung des Research Report unterlassen⁴³.

cc. Rechtsvergleich

Rechtsvergleichend fällt auf, dass auch *ausländische Standardsregeln* wie etwa der *Code of Ethics and Standards of Professional Conduct* des renommierten US-amerikanischen CFA Institute, in Standard IV und dort in den Rules B.4. und B.7., auf ein eigentliches Eigenhandelsverbot verzichten und statt dessen Handelsverbote und Offenlegungspflichten statuieren⁴⁴:

Rule B.4. Priority of Transactions:

"Transactions for clients and employers shall have priority over transactions in securities or other investments of which a member is the beneficial owner so that such personal transactions do not operate adversely to their clients' or employer's interests. If members make a recommendation

regarding the purchase or sale of a security or other investment, they shall give their clients and employer adequate opportunity to act on the recommendation before acting on their own behalf (...)."

Rule B.7. Disclosure of Conflicts to Clients and Prospects:
"Members shall disclose to their clients and prospects all matters, including beneficial ownership of securities or other investments, that reasonably could be expected to impair the member's ability to make unbiased and objective recommendations."

Der Geltungsbereich dieses Regelwerks des CFA Institute ist nicht nur auf die USA beschränkt, sondern erfasst – im Einklang mit der globalen Ausrichtung des CFA Institute – weltweit alle Finanzanalysten, die Mitglied des CFA Institutes sind (insbesondere die CFA Charterholders). Die entsprechenden Regeln gelten auch für die Mitglieder des schweizerischen Ortsverbands, der Swiss CFA Society⁴⁵. Somit kommt dem Regelwerk des CFA Institute auch mit Bezug auf die schweizerische Finanzanalyse eine nicht unerhebliche Bedeutung zu.

Schliesslich kennen weder die (europäische) *Richtlinie 2003/125/EG* (sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und Offenlegung von Interessenkonflikten)⁴⁶ noch die vor kurzem in Kraft getretene (deutsche) *"Finanzanalyse-Verordnung" (FinAnV)* ein Eigenhandelsverbot, sondern beschränken sich ebenfalls auf die Statuierung von Pflichten zur Offenlegung allfälliger Interessenkonflikte: Die Richtlinie 2003/125 schreibt den Mitgliedstaaten in Art. 5 Abs. 1 vor, dass sie angemessene Regelungen treffen müssen, um sicherzustellen, dass die Ersteller von Research Reports ein "nennenswertes finanzielles Interesse" an einem Finanzinstrument, das Gegenstand der Empfehlung ist, offen legen. Deutschland etwa hat diese Vorschrift mit § 5 Abs. 1 FinAnV in nationales Recht übergeführt.

Satz]) noch kann er sich diesem Verbot mittels eines Stellenwechsels zu einer anderen Bank oder einem anderen Effekthändler entziehen, da diese ebenfalls den RUF unterstehen. Einzig mit einer Stelle bei einem unabhängigen Analyse-Unternehmen (welches de lege lata nicht von den RUF erfasst wird) oder mit dem Schritt in die berufliche Selbstständigkeit befände sich ein Finanzanalyst nicht mehr im Geltungsbereich des Eigenhandelsverbots.

40 J.-M. SCHALLER (FN 7), § 15 N 53.

41 Diesen Hinweis verdanke ich CHRISTIAN DREYER (CFA), Präsident der Swiss CFA Society.

42 Siehe <www.sfaa.ch>.

43 Vgl. zu den Rules of Conduct der SVFV ausführlich J.-M. SCHALLER (FN 7), § 9 N 57 ff.

44 Dieser Code of Ethics ist einsehbar unter <www.cfainstitute.org/standards/pdf/CodeandStandards.pdf>.

45 Eine Nichteinhaltung dieser verbandsrechtlichen Bestimmungen führt in schwerwiegenden Fällen zu einem Entzug der Mitgliedschaft und einem damit einhergehenden Verlust des Titels "Chartered Financial Analyst".

46 ABl. L 339 vom 24.12.2003, 73.

d. Unverhältnismässigkeit des Eigenhandelsverbots

Aus all diesen Überlegungen geht hervor, dass das Eigenhandelsverbot in Art. 33 RUF um Einiges restriktiver ist als ausländische Standards⁴⁷ und weit über das ursprüngliche Ziel, Unabhängigkeit und Objektivität in der Finanzanalyse zu gewährleisten, hinausschiesst⁴⁸. Ohne Weiteres liesse sich mit den erläuterten und in der Branche grösstenteils bereits praktizierten Massnahmen dieselbe Wirkung erzielen. Das Eigenhandelsverbot erweist sich demnach als klare *Überregulierung* der Finanzanalyse-Branche⁴⁹. Mithin ist das Eigenhandelsverbot in Art. 33 RUF als unverhältnismässig (weil nicht erforderlich) und deshalb als *verfassungswidrig* zu qualifizieren⁵⁰.

VI. Ergebnis

Art. 33 RUF i.V.m. Anhang I/Ziff. 11 des EBK-RS 04/2, sowie die damit hervorgerufenen, staatlich erzwungenen, bankinternen (privatrechtlichen) Compliance-Weisungen (Eigenhandelsverbote) der Banken und Effekthändler *verletzen die Wirtschaftsfreiheit der Finanzanalysten* im Sinne von Art. 27 und 94 BV. Art. 33 RUF sollte deshalb jegliche Anwendung versagt bleiben. Stattdessen wird an dieser Stelle vorgeschlagen, Art. 33 RUF durch eine weniger schwer wiegende und praxisnähere Regelung, in der sich Handelsverbots- und Haltefristen, eine Offenlegungspflicht ("Disclose or Abstain") und/oder ein Verbot des Handelns in die Gegenrichtung der Empfehlung vorsehen liessen, zu ersetzen.

47 Dies gesteht im Übrigen sogar die SBVg selbst ein: "Mit diesem generellen Verbot [gemeint ist das Eigenhandelsverbot] gehen die Richtlinien unserer Vereinigung deutlich weiter als vergleichbare Standards im Ausland." (Tätigkeitsbericht SBVg 2002/2003, Kap. 5.4.5., Abs. 4).

48 Nur am Rande sei darauf hingewiesen, dass hinsichtlich allfälliger Interessenkonflikte vergleichbare Tätigkeiten und Berufsfelder wie z.B. *Effekthändler, Anlageberater oder Vermögensverwalter* keinem staatlichen Eigenhandelsverbot unterstehen. Im Branchenvergleich werden somit die Finanzanalysten deutlich benachteiligt.

49 Anderer Meinung (allerdings im arbeitsrechtlichen Kontext) scheint PORTMANN zu sein: "Im weiteren gibt es Eigengeschäfte, die nur problematisch sind, wenn sie von Mitarbeitern in bestimmten Funktionen abgeschlossen werden. In Bezug auf Portfolio-Manager drängt sich etwa ein Verbot zum Kauf von Wertschriften auf, die sie für Kunden verkaufen und umgekehrt. Gleiches gilt (...) für Geschäfte von Analysten mit Wertschriften, über die sie regelmässig berichten." (WOLFGANG PORTMANN, Die Arbeitsbedingungen der Bankangestellten, in: HANS CASPAR VON DER CRONE/PETER FORSTMOSER/ROLF H. WEBER/ROGER ZÄCH [Hrsg.], Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl, Zürich 2004, 581 ff., 594).

50 Ergänzend sei beigelegt, dass das Eigenhandelsverbot (immerhin) nicht in den Kerngehalt der Wirtschaftsfreiheit eingreift. Hierzu bedürfte es eines noch um ein Vielfaches schwerer wiegenden Grundsatzeingriffs.

Les analystes financiers présents dans les banques et les courtiers en valeurs mobilières sont depuis le 1^{er} juillet 2003 soumis aux "Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière" (DIAF), édictées par l'Association Suisse des Banquiers et reconnues par la Commission Fédérale des Banques comme un standard minimum dans l'annexe I chiffre 11 de la circulaire 04/2.

Jusqu'à maintenant, on critique notamment l'article 33 DIAF qui statue une interdiction du commerce pour son propre compte. Cet article interdit aux analystes financiers de faire du commerce pour leur propre compte avec des titres de participation analysés par eux-même. Malgré le souhait d'une "apparence d'indépendance", l'interdiction du commerce pour son propre compte va au-delà de l'objectif. On peut non seulement s'imaginer des alternatives qui vont moins loin mais la pratique les applique déjà. L'article 33 DIAF, combiné à l'annexe I chiffre 11 de la circulaire de la CFB 04/2, viole la liberté de commerce (art. 27 et 94 Cst) de l'analyste financier. Concrètement et conformément aux directives, la CFB en qualité d'autorité étatique force les banques et les négociants en valeurs mobilières à interdire à leurs analystes employés, au moyen de règles de compliance, de faire du commerce pour leur propre compte. La CFB a reconnu l'article 33 DIAF en tant que standard minimum au lieu de renoncer à cette prescription et de garantir la liberté de commerce par l'effet indirect constitutionnel à l'égard des tiers conformément à l'article 35 alinéa 3 Cst. L'auteur propose donc de remplacer cette interdiction de commerce pour son propre compte, qui est disproportionnée et contraire à la Constitution, par une règle moins contraignante mais plus proche de la pratique, mais qui reste néanmoins effective.

(trad. Cédric JeanRichard)