

Bedarf die Schweiz einer «Analytiker-Norm»?

Rückstand gegenüber den USA und der EU

Von Dr. Jean-Marc Schaller*

Finanzskandale wie Enron oder Worldcom haben das Vertrauen der Anlegerschaft in die gesamte Branche der Finanzanalytiker nachhaltig beschädigt. Mit einer verschärften (staatlichen) Regulierung wird auf internationaler Ebene gegenwärtig versucht, das Anlegervertrauen in die Finanzanalyse wiederherzustellen. In diesem Beitrag wird die Auffassung vertreten, dass die Schweiz dabei rechtspolitisch nicht abseits stehen darf und deshalb einer Analytiker-Norm bedarf. (Red.)

Auf der «Baustelle» des schweizerischen Finanzmarktrechts herrscht derzeit grosse Betriebsamkeit: Nach Inkrafttreten der revidierten Bestimmungen im Bankengesetz und im Nationalbankengesetz umfasst die «Pipeline» des Bundesgesetzgebers Grossprojekte wie etwa die Totalrevision des Anlagefondsgesetzes (neu: Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen), die Schaffung einer integrierten Finanzmarktaufsichtsbehörde (FINMA) und die Ausarbeitung eines Rechnungslegungsgesetzes. Es verwundert deshalb nicht, dass verschiedentlich bereits die Warnung vor einer Überregulierung des schweizerischen Finanzmarktes ertönt. Gerade die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) hat sich dazu mit einem kürzlich veröffentlichten Positionspapier Gehör verschafft.

Selbstregulierung im Zentrum

Trotz der weitverbreiteten Furcht vor Überregulierung ist es erstaunlich, dass gerade die aufgrund der gewaltigen Finanzskandale besonders in den USA (Enron, Worldcom usw.) in letzter Zeit stark in die mediale Kritik geratene Finanzanalytiker-Branche von den staatlichen Regulierungsbestrebungen in der Schweiz bis anhin nicht eigentlich tangiert wird. Das Feld wird mehr oder weniger der Selbstregulierung überlassen, die mit der Ausarbeitung der Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse seitens der SBVg und deren Inkrafttreten am 1. Juli 2003 denn auch bereits erste Früchte zeitigt. Daneben kennen die Berufsverbände der Finanzanalytiker detaillierte Regelwerke (Codes of Conduct), mit denen die Mitglieder (Finanzanalytiker) zu einem «rechtsethisch» einwandfreien Verhalten verpflichtet werden. Diese selbstregulatorischen Bestrebungen sind aufgrund ihrer Flexibilität, ihrer Praxisnähe und ihrer staatsentlastenden Wirkung grundsätzlich zu begrüßen. Doch darf ob dieser positiven Aspekte gleichwohl nicht übersehen werden, dass Selbstregulierungs-Konzepte oftmals weniger halten als sie versprechen: Konkret besteht die Gefahr, dass Partikularinteressen von Finanzanalytikern, Banken, Effekthändlern oder Berufsverbänden eine effektive Durchsetzung der selbstregulatorischen Vorschriften wenn nicht ver-, so doch zumindest behindern könnten. Das (eventualiter) erhobene Gegenargument der Branchenvertreter, man garantiere eine unabhängige, sachliche Rechtsdurchsetzung frei von Interessenkonflikten (Independence in Fact), greift nur teilweise. Zur vollständigen Wiederherstellung des äusserst wichtigen Vertrauens der Anleger in die Funktionsweise der Finanzmärkte im Allgemeinen und in eine einwandfreie Informationsintermediation der Finanzanalytiker im Besonderen bedarf es auch und gerade einer äusserlich klar wahrnehmbaren Unabhängigkeit (Independence in Appearance). Nur damit lässt sich das Vertrauen der mit Blick auf Interessenkonflikte sehr sensitiven Anlegerschaft zurückgewinnen.

Selbstregulierung und staatliche Aufsicht sind somit nicht gegeneinander auszuspielen, sondern zu kombinieren. Dieses Erfordernis lässt sich weiter untermauern durch die Erkenntnis, dass sich etwa der Geltungsbereich der Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse nur auf Banken und Effekthändler, nicht aber – entgegen dem Grundsatz «Same business, same risks, same rules» – auf unabhängige Analyseunternehmen erstreckt. Eine künftige Analytiker-Norm könnte dagegen alle Analyseunternehmen erfassen. – Ein Blick über die Grenze verdeutlicht die Notwendigkeit einer schweizerischen Analytiker-Norm: Sowohl die USA (Sarbanes-Oxley Act und weitere Erlasse) als auch die EU tendieren in Richtung einer staatlichen Aufsicht der Finanzanalytiker-Branche. Konkret hat die EU mit der vielbeachteten Marktmissbrauchs-Richtlinie eine für die Kapitalmarktteilnehmer zentrale Vorschrift erlassen, welche hierzulande die geplante Revision des Insider-Tatbestandes (Art. 161 StGB) erheblich beeinflusst. Diese Richtlinie wurde sodann durch die für die Finanzanalyse-Branche zentrale Durchführungsrichtlinie 2003/125/EG bezüglich einer sachgerechten Darbietung von Anlageempfehlungen sowie einer Offenlegung von Interessenkonflikten ergänzt.

Rechtlich bedingte Standortnachteile

Diese internationalen Entwicklungen im Finanzanalytiker-Recht sind für den Finanzplatz Schweiz von eminenter Bedeutung: Im Wettbewerb um das Kapital der internationalen Anlegerschaft gilt es auch und gerade für die Schweiz, optimale rechtliche Rahmenbedingungen zu schaffen, um das Vertrauen der Anleger in die Stabilität, Integrität und Effizienz des schweizerischen Kapitalmarktes zu sichern. Der internationale Kapitalwettbewerb ist somit nur dann zu gewinnen, wenn die Schweiz nicht über rechtlich bedingte Standortnachteile wie etwa einen mangelhaften Anleger- und Funktionsschutz verfügt. In diesem vielzitierten «Wettbewerb der Rechtsordnungen» liegt die Schweiz momentan im Rückstand, was sich indessen mit einer Verbesserung der Eurokompatibilität – ein bereits seit Jahren verfolgtes, legislatorisches Ziel – gerade im Finanzanalyse-Recht aufholen liesse.

Für einen autonomen Nachvollzug der europäischen Regulierungsvorgaben eignen sich besonders die bereits bestehenden Analytiker-Normen des deutschen und des französischen Rechts. Ein Blick über die Grenze, insbesondere auf die kürzlich in Kraft getretene (deutsche) «Finanzanalyse-Verordnung», würde sich somit lohnen und könnte wichtige Impulse für die gesetzgeberische Ausarbeitung einer schweizerischen Analytiker-Norm liefern. Selbstverständlich darf ein «autonomer Nachvollzug» ausländischer Analytiker-Normen nicht blind erfolgen, sondern es sind im Sinne eines «Swiss Finish» die schweizerischen Verhältnisse mitzubedenken. Gerade

auch die in der Schweiz fest verankerte Selbstregulierung hat in einem staatlichen Regulierungs-Konzept ihren Platz.

Aus all diesen Gründen ist die eingangs gestellte Frage, ob die Schweiz einer Analytiker-Norm bedarf, mit einem klaren «Ja» zu beantworten.

* Dr. iur. Jean-Marc Schaller ist Auditor am Bezirksgericht Zürich; es handelt sich hier ausschliesslich um die Auffassung des Autors.