



Swiss Financial Analysts Association

Schweizerische Vereinigung für Finanzanalyse und Vermögensverwaltung

Association Suisse des Analystes financiers et Gestionnaires de fortunes

Associazione Svizzera degli Analisti finanziari e Gestori patrimoniali

Übersetzung

Dr. Marcel Livio Aellen
Eidg. Bankenkommission EBK
Börsen und Märkte
Postfach
3001 Bern

Bülach, 10 März 2004

«Aufsichtsrechtliche Regeln zur Vermeidung von Marktmissbrauch» (Marktmissbrauchsregeln)

Sehr geehrter Herr Aellen
Sehr geehrte Damen, sehr geehrte Herren

Die Swiss Financial Analysts Association (SFAA) begrüsst alle Massnahmen, die auf einen gerechten und transparenten Kapitalmarkt hinwirken. Die in den «Aufsichtsrechtlichen Regeln zur Vermeidung von Marktmissbrauch» (Marktmissbrauchsregeln) enthaltenen Massnahmen sind ein wichtiger Schritt in diese Richtung, obwohl gewisse Punkte noch nicht optimal gelöst sind.

Bevor wir Stellung nehmen, möchten wir Ihnen unser Erstaunen zum Ausdruck bringen, dass die SFAA nicht ins Vernehmlassungsverfahren einbezogen worden ist. Ein Teil der Marktmissbrauchsregeln betreffen explizit die Arbeit der Finanzanalysten, weshalb es bedauerlich ist, dass ihr Berufsverband nicht zu einer Stellungnahme eingeladen wurde. In diesem Sinne erlauben Sie uns auch in Erinnerung zu rufen, dass die EBK bereits die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» (nachfolgend SBVg-Richtlinien) ohne Konsultation genehmigt hat. Deshalb und weil die Richtlinien von der SBVg in den neuen Marktmissbrauchsregeln übernommen wurden, werden wir nicht nur zu den Marktmissbrauchsregeln, sondern auch zu den SBVg-Richtlinien Stellung nehmen.

Die Marktmissbrauchsregeln

Generell lässt sich sagen, dass in den Marktmissbrauchsregeln und den SBVg-Richtlinien Redundanzen bestehen. Während in den Marktmissbrauchsregeln unseres Erachtens die generellen Leitlinien festgehalten sein sollten, müssten sich die SBVg-Richtlinien auf die Umsetzungsbestimmungen, nach denen sich die Finanzanalysten richten, beschränken.

Werden ähnliche Positionen in den Marktmissbrauchsregeln und in den SBVg-Richtlinien vertreten, besteht das Risiko, dass dadurch Widersprüche geschaffen werden. Deshalb empfehlen wir, in den Marktmissbrauchsregeln auf die SBVg-Richtlinien zu verweisen (vorzunehmen in der Randziffer 90) und bei den Marktmissbrauchsregeln auf die die Berufsgruppen betreffenden Punkte. Wenn dies nicht möglich ist, müssten die SBVg-Richtlinien so überarbeitet werden, dass sie mit den Marktmissbrauchsregeln übereinstimmen. Was die Finanzanalysten betrifft, sollten die Randziffern 49, 50, 51 sowie bei Ziffer 7.8 die Randziffern 90 bis 94 weggelassen werden, mit Ausnahme der Randziffer 90 mit dem Verweis auf die SBVg-Richtlinien.

Im weiteren sollten folgende Ziffern überarbeitet oder gestrichen werden:

Randziffer 19

Diese Ziffer sollte gestrichen oder überarbeitet werden. Dies aus folgenden zwei Gründen:

- Wenn die «Chinesische Mauer» in einem Institut richtig implementiert ist, ist es nicht nötig, eine Ausnahme vorzusehen, die die Richtlinie verwässert.
- Das Konzept einer Langzeitstrategie ist nicht definiert. Dies öffnet dem Missbrauch und der Falschauslegung Tür und Tor.

Randziffer 50

Wenn dieser Artikel beibehalten wird, sollte im Satz «...und der Inhalt ist vor der Verbreitung zu überprüfen» der Begriff «überprüfen» durch «plausibilisieren» ersetzt werden.

«Überprüfen» ist zu stark – realistischerweise muss davon ausgegangen werden, dass sich dies niemals angemessen befolgen lässt.

Randziffer 70

Ersetzen von «Diese organisatorischen Massnahmen sind durch Ausbildung, Kontrollen und Sanktionen bei Verletzungen...» durch «Diese organisatorischen Massnahmen sind durch entsprechende Informationen zu ergänzen und zu unterstützen.» Dies deshalb, weil es in diesem Bereich nicht notwendig ist, weitere Ausbildungsprogramme zu etablieren, sondern vielmehr die Mitarbeiter angemessen zu informieren.

Ziffern 7.4 und 7.5

Generell lässt sich sagen, dass es an den Finanzinstituten liegt, die «Chinesische Mauer» wie in der Ziffer 7.2 beschrieben, zu errichten; die Ziffern 7.4 und 7.5 sind nicht nötig. Sie mögen allenfalls in den SBVg-Zulassungsrichtlinien enthalten sein und müssen den jeweiligen Berufsgruppen angepasst werden.

Sollten diese Ziffern dennoch beibehalten werden, sollte Randziffer 79 gestrichen werden. Wenn man Finanzanalyseberichten Auswirkungen auf den Aktienkurs zuerkennt, müssten einige der Informationen in den Finanzanalyseberichten (z.B. Kauf- oder Verkaufsempfehlungen) auf der «Watch List» figurieren. Dies würde für die Finanzinstitute aber einen Aufwand bedeuten, der ihre Möglichkeiten deutlich überschreitet und ausserhalb des Machbaren liegen würde.

Randziffer 85

Die Titel auf Deutsch und Französisch sind unterschiedlich. Die deutsche Fassung sollte unseres Erachtens zurückhaltender formuliert sein.

Randziffer 87

Dieser Abschnitt lässt es zu, dass Finanzanalysten Aktien, die sie berufshalber beobachten, erwerben. Hier scheint ein Widerspruch zu bestehen zu Artikel 33 der Schweizerischen Bankiervereinigung-Richtlinien (SBVg-Richtlinien), der festlegt, dass Analysten nicht das Recht haben, Aktien zu erwerben, die sie selber beobachten. Hier müsste im Minimum im Kommentar zu Artikel 33 Rechnung getragen werden.

Die SFAA vertritt hier ausserdem die Auffassung, dass Finanzintermediäre bei einem IPO auf gar keinem Fall vom «Friends and Family Programm» profitieren sollten, da der Konflikt offensichtlich ist.

Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

Wie die SFAA bereits an einer Tagung¹ kundgetan hat, finden sich in den SBVg-Richtlinien vor allem Antworten auf Probleme, die in der Schweiz eine untergeordnete Rolle spielen. Hingegen behandelt sie nicht oder nur am Rande für unseren Finanzplatz zentrale Fragen wie z.B.:

- Die klare Kommunikation bei Empfehlungen: In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob die Kommunikation bei relativen Empfehlungen des Typs «outperformer» oder «übergewichten» ohne den Hinweis auf den Titel oder den Referenz-Benchmark nicht eine unvollständige oder ungenaue Information darstellt im Zusammenhang mit Ziffer 50 der SBVg-Richtlinien. Die Richtlinie könnte zumindest vorsehen, dass die Finanzinstitute, die solche Empfehlungen abgeben, einmal pro Jahr den Benchmark, den sie als Referenz verwenden, publizieren müssen. Es stellt sich aber auch die Frage, ob das Nicht-mehr-Beobachten eines Titels ohne Ankündigung oder Schlussempfehlung nicht Ziffer 50 verletzt?
- Die Transparenz und Kontrolle der Finanzanalyse, mit der Publikation von Kursgrafiken und früheren Empfehlungen sowie die Verwendung von Ratings durch Finanzinstitute: In diesem Bereich stellt sich die Frage, ob ein Institut, das mitteilt, es verwende Empfehlungen wie «buy», «accumulate», «hold», «reduce» und «sell», jedoch in der Realität bloss «buy», «accumulate» und «hold» verwendet, nicht Ziffer 50 verletzt? Zumindest müssten die SBVg-Richtlinien festlegen, dass die Finanzinstitute mindestens einmal pro Jahr die Kursgrafiken und Empfehlungen sowie die relativen Statistiken sowie die Verwendung der Ratings öffentlich machen müssten.
- Die Ausbildung des Analysten.
- Die Performance-Messung bei den Empfehlungen (obligatorisch in den Vereinigten Staaten zum Fixieren des Salärs) und die Genauigkeit der Gewinnschätzungen: Zumindest müssten die SBVg-Richtlinien die Finanzinstitute motivieren, wenigstens einmal pro Jahr Monat die Performance ihrer abgegebenen Empfehlungen wie auch ihre Messmethode zu publizieren.

Im internationalen Vergleich lassen sich die SBVg-Richtlinien im Bereich, wo es um den Schutz der Investoren geht, als schwach bezeichnen. Sie müssten somit schnell wieder überarbeitet werden.

¹ Qualität der Finanzanalysten und deren Unabhängigkeit? Kritische Prüfung der Regulierung und Selbstregulierung, Tagung zum Banken- und Finanzgesetz, Oktober 2003, Jean-Claude Dufournet, erwähnt.

Die Schweiz ist unseres Wissens das einzige Land der Welt, das den Finanzanalysten untersagt, in von ihnen analysierte Titel zu investieren. Diese Bestimmung, die darauf abzielt, Interessenskonflikte bei Investmentbanken – die in der Schweiz kaum aktiv sind – zu verhindern, bestraft stattdessen unnötigerweise die vielen in der Schweiz arbeitenden Finanzanalysten, die lediglich Informationen für den Anleger erstellen. Eine Bestimmung, die ihnen Transaktionen während dem Erstellen eines Finanzanalysereports sowie bis zwei Tage nach der Veröffentlichung verbietet und die es ihnen zudem untersagt, eine Empfehlung wider ihrer eigenen Überzeugung zu publizieren, würde genügen. Sollte die EBK davon ausgehen, Ziffer 7.6 der Marktmissbrauchsregeln sei anwendbar, hätte sie sich getäuscht, denn:

- Sie wird sicherlich auch auf andere Kaufs- und Verkaufsempfehlungen anwendbar sein, wie z.B. auf Fonds.
- Sie fördert Strukturen, welche ausserhalb des Einflussbereichs der EBK sind und lässt die Analysten in andere Tätigkeitsfelder abzuwandern.

Diese Bestimmung trifft die Branche der Finanzanalysten in einer angespannten Konkurrenzsituation im Vergleich zu anderen Ländern, die über keine so starken Restriktionen verfügen. Deshalb muss sie entsprechend korrigiert werden.

Beiliegend erhalten Sie unser «Rules of Conduct and Fundamental Principles of Professional Ethics (SFAA)» sowie eine Kopie des «Information Standard for Analysts - ISfA» – die vom SFAA entwickelte Norm zum Messen der Performance der Finanzanalysten. Diese Norm wurde im Mai 2003 der EU- FORUM Group vorgestellt und im Juni 2003 von der European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS) übernommen.

Wir ersuchen Sie um Berücksichtigung der erwähnten Punkte. Bei weiteren Fragen stehen wir Ihnen sehr gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

Stephan Meier
Präsident

Dr. Jean-Claude Dufournet
Direktor

Beilagen: erwähnt

Kopien an: Prof. Rajna Gibson, Prof. Luc Thevenoz