

Haftung für Fehlempfehlungen in Research Reports

Referat von Dr. Jean-Marc Schaller, SFAA-Club.

27. November 2006, Restaurant Carlton, Zürich, 12:20-12:45.

11. Dezember 2006, Hotel Les Trois Rois, Basel, 12:20-12:45.

(Dieses Referat beruht auf der Publikation: **Jean-Marc Schaller, Finanzanalysten-Recht**, Schweizer Schriften zum Bankrecht [Band 79], Diss. Zürich 2004, Schulthess Juristische Medien AG, ISBN 3 7255 4865 X, www.schulthess.com)

Sehr geehrte Damen und Herren, Finanzanalytistinnen und Finanzanalysten, mein heutiges Referat, das ich Ihnen im Laufe der nächsten guten halben Stunde vortragen möchte, dreht sich um die Frage der *Haftung für Fehlempfehlungen*. Haftung der Bank, des Effektenhändlers oder anderer Anbieter von Research Reports, aber auch des einzelnen Finanzanalysten persönlich. Ich hoffe, dass gerade dieser Aspekt für Sie interessant und auch wichtig ist.

Ich beginne mit dem Begriff der «Haftung»: was beinhaltet dieser Begriff denn eigentlich? «Haftung» meint das Einstehenmüssen einer Person für den entstandenen Schaden einer anderen Person. Wer haftet, unterliegt gegenüber dem Geschädigten einer rechtlichen Pflicht, ihm den entstandenen Schaden in einer bestimmten Form zu ersetzen. Oder aus der Sicht des Geschädigten betrachtet: Der Geschädigte hat Anspruch auf Ersatz des entstandenen Schadens. Diesen Anspruch nennt man Schadenersatzanspruch. Soviel in aller Kürze die juristischen Basics, nun möchte ich mit Ihnen ohne Umschweife in die Haftungsproblematik der Finanzanalyse-Branche eintauchen.

Zentral für eine allfällige Haftpflicht einer Bank oder eines Finanzanalysten ist der Begriff der Fehlempfehlung. Liegt eine Fehlempfehlung vor, so kann sich daraus eine Schadenersatzpflicht ergeben. Wie unterscheiden sich nun korrekte Empfehlungen von falschen bzw. fehlerhaften Empfehlungen? Die Antwort auf diese Frage ergibt sich zuerst aus der Ihnen selbstverständlich geläufigen Erkenntnis, dass es sich bei einer Empfehlung nicht um eine Tatsachendarstellung handelt, die sich sofort verifizieren oder falsifizieren lässt. Vielmehr ist die Empfehlung das Ergebnis oder Produkt eines vorgängigen Finanzanalyse-Prozesses. Wenn also dieser Prozess einwandfrei, fehlerlos, durchgeführt wurde, so muss aus rechtlicher Sicht

auch die Empfehlung als fehlerlos gelten, selbst wenn sich diese in Zukunft nicht bewähren sollte. Und hier sind wir bereits an einem entscheidenden Punkt angelangt: Kursprognosen und darauf gründende Empfehlungen müssen im Zeitpunkt der Publikation zutreffend sein. Das heisst, die Tatsachen, Berechnungen, Schätzungen, Wertungen und Prognosen, auf denen die Empfehlung basiert, sind als zutreffend und richtig zu qualifizieren, wenn sie es im Publikationszeitpunkt waren. Sind diese im Publikationszeitpunkt unzutreffend, weil etwa der Finanzanalyst einen Rechenfehler begangen hat, so handelt es sich bei der daraus resultierenden Empfehlung um eine Fehlempfehlung.

Ob sich in Zukunft etwa die analysierte Aktie auch in die vorausgesagte Richtung entwickelt, ist indes weder sicher noch aus juristischer Sicht entscheidend. Rechtlich kann von einem Finanzanalysten keine Garantie verlangt werden, dass sich seine Prognosen und Empfehlungen als zutreffend bewahrheiten. Was von ihm aus rechtlicher Warte aber erwartet wird: Dass er seine Finanzanalyse-Arbeit sorgfältig, d.h. mit bestem Wissen und Gewissen ausführt. Mit dieser Anforderung an Ihre Berufsausübung stehen Sie, geschätzte Finanzanalytistinnen und –analysten, aber nicht allein da: Auch in anderen Branchen ist von den Branchenangehörigen sorgfältiges und gewissenhaftes Tätigwerden geschuldet, wie etwa von den Ärzten, Architekten und eben auch von den Juristen und Rechtsanwälten.

Aber nun wieder zurück zu Ihrem Berufsstand: Gerade das unter der Ägide Ihres geschätzten Berufsverbandes SFAA entwickelte Performance-Messsystem isfa birgt nun m.E. die Gefahr, die Arbeit des Finanzanalysten vor allem anhand der Treffsicherheit zu bewerten. Zwar vermag das Qualifizieren der Treffsicherheit aus ökonomischen Gesichtspunkten sinnvoll sein; schliesslich geht es doch gerade in ihrer Branche darum, den Investoren aufzuzeigen, dass das Research ihnen einen Mehrwert bieten kann. Transparenz der Performance von Finanzanalysten ist zweifellos wertvoll und grundsätzlich auch zu begrüßen. Aus juristischer Sicht kann aber nicht die Treffsicherheit, sondern nur die Qualität der von einem Finanzanalysten abgelieferten Arbeit entscheidend sein. Es wäre nicht angebracht, ja sogar stossend, einen Finanzanalysten für einen nicht eingetretene Prognose haftbar zu machen, deren Eintreffen er nur beschränkt beeinflussen kann. Die Erwartungshaltung hinsichtlich möglichst oft zutreffender Kursprognosen bzw. Empfehlungen ist gerade auch gefährlich, weil sie den einzelnen Finanzanalysten unter einen hohen Erfolgsdruck setzt. Deshalb gebe ich Ihnen hier und heute gerne eine kleine juristische Entwarnung ab: An einer nicht eintreffenden Kursprognose bzw. Empfehlung kann Sie meines Erachtens niemand «aufhängen», immer vorausgesetzt natürlich, Sie

haben die Empfehlung sorgfältig und mit adäquaten Methoden erarbeitet. Selbstverständlich ist auch schon dies sehr anspruchsvoll, doch bezahlt der Investor auch ein entsprechendes Entgelt dafür, dass seriös gearbeitet wird. Mithin hat der Investor auch das Recht, eine einwandfrei erarbeitete Empfehlung zu erhalten.

Wer sind nun in der Finanzanalyse-Branche die möglichen Schädiger, also diejenigen Institutionen oder Personen, die einen potentiellen Schaden verursachen können, und wer sind die möglichen Geschädigten, die daraus einen Schadenersatzanspruch ableiten können?

Als Schädiger kommen diejenigen Personen in Frage, die *Research* betreiben, deren klassische Aufgabe es also ist, vorübergehende Ineffizienzen des Geld- und Kapitalmarktes in Form von über- oder unterbewerteten Finanzinstrumenten aufzudecken. Traditionellerweise sind das die *Finanzanalysten*, die sich aus verschiedensten Quellen Informationen beschaffen, diese Informationen verarbeiten und schliesslich in Form von Research Reports an verschiedene Adressaten distribuieren. Passiert einem Finanzanalysten in diesem Finanzanalyse-Prozess ein Fehler, der bei einem Adressaten einen Vermögensschaden auslöst, steht schnell die Frage der Haftung im Raum.

Eine direkte und persönliche Haftung des Finanzanalysten – soviel vorweg zur Ihrer Beruhigung – dürfte aber die sehr grosse Ausnahme und überhaupt nicht die Regel sein. Ein Grossteil der Finanzanalysten übt die berufliche Tätigkeit nämlich nicht selbstständig aus, sondern ist in einer Bank oder bei einem anderen Arbeitgeber festangestellt. Wichtig für die heute zu besprechende Haftungsproblematik ist jedenfalls, dass die *Bank* als Analyse-Unternehmen und Vertragspartner der Kunden bzw. Anleger auf der Basis der Vertragshaftung „zur Kasse“ gebeten werden kann. Wenn z.B. zwischen der Bank und dem Anleger ein Abonnementsvertrag besteht, mit dem sich die Bank gegenüber dem Anleger verpflichtet hat, ihn regelmässig mit Research Reports zu beliefern, so kann im Falle einer fehlerhaften Empfehlung eine Haftpflicht der Bank entstehen. Da der Finanzanalyst als Arbeitnehmer und Angestellter der Bank figuriert, er mithin nicht Vertragspartner des Kunden ist, kann ihn eine Vertragshaftung nicht treffen. Unter Umständen kann aber der Arbeitgeber intern Rückgriff auf den fehlbaren Finanzanalysten nehmen, d.h. Sie haben dann unter Umständen Ihre Chefs am Hals.

Mögliche Schädiger und damit Haftpflichtige sind also primär die Bank, und nur in zweiter Linie der Finanzanalyst persönlich. Mögliche Geschädigte im Finanzanalyse-Bereich sind

diejenigen, die von einem fehlerhaften Research Report unmittelbar betroffen sind. Das ist einerseits das analysierte Unternehmen, das mit einer negativen sprich Verkaufsempfehlung seiner Beteiligungspapiere überhaupt nicht einverstanden ist und sich dagegen zur Wehr setzt. Andererseits stehen bei Fehlempfehlungen Schadenersatzansprüche der geschädigten Anleger zur Debatte, die im Vertrauen auf eine positive sprich Kaufempfehlung in eine Aktie investierten, die Performance dieser Aktie sich aber entgegen der Prognose des Analysten entwickelte und die Anleger einen Kursverlust erlitten.

Der Untersuchungsgegenstand einer *Unternehmensanalyse* ist vielfach ein analysiertes Unternehmen bzw. dessen Wertpapiere, dessen Geschäftslage der Finanzanalyst einer detaillierten Prüfung unterzieht und im anschliessend auszuarbeitenden Research Report eine *Empfehlung* für allfällige Kapitalmarkttransaktionen abgibt. Diese Empfehlung ist für das analysierte Unternehmen von einiger Relevanz: Fällt sie negativ aus – z.B. im Falle einer «Strong Sell»-Empfehlung – kann dies für das analysierte Unternehmen zu erheblichen Nachteilen bei der Kapitalbeschaffung führen. Solange indessen die Empfehlung des Analysten anhand der makro- und mikroökonomischen Verhältnisse als zutreffend zu beurteilen ist, sind für das analysierte Unternehmen – mangels Pflichtverletzung seitens des Finanzanalysten – sämtliche Rechtsbehelfe nicht erfolgreich durchsetzbar. Das analysierte Unternehmen hat sich mit der negativen Empfehlung wohl oder übel abzufinden.

Grundlegend anders sieht die Rechtslage bei einer unzutreffenden, d.h. auf Unwahrheiten beruhenden, unvollständigen oder irreführenden Empfehlung, einer sog. Fehlempfehlung aus: Dem analysierten Unternehmen stehen einige Rechtsbehelfe offen, die allerdings abhängig sind von den im Einzelfall vorliegenden Rechtsverhältnissen zwischen der Bank und dem analysierten Unternehmen. In der Praxis hatte die Schadenersatzklage eines analysierten Unternehmens gegen eine Bank denn auch schon Erfolg: Das *Handelsgericht in Paris, Frankreich*, hiess am 12. Januar 2004 die Schadenersatzklage des französischen Luxusgüterkonzerns Louis Vuitton gegen die US-Investmentbank MORGAN STANLEY wegen unzutreffender Research Report über Louis Vuitton gut. Es verurteilte nämlich MORGAN STANLEY zu einer Zahlung von 30 Mio. EURO Schadenersatz. Die schweizerische Rechtspraxis hatte bislang noch nicht die Gelegenheit, sich zu einem derartigen Fall zu äussern.

Wie sähe nun aber eine solche Geschichte nach schweizerischem Recht aus? Hätte ein analysiertes Unternehmen eine Chance, vor einem schweizerischen Gericht erfolgreich Schadener-

satz wegen einer schädigenden Fehlempfehlung zu verlangen? Einschränkend gehe ich nun im Weiteren davon aus, dass das analysierte Unternehmen von der Bank gecovert wurde und damit keine vertraglichen Beziehungen zwischen den Parteien bestehen, in denen eine korrekte Empfehlung geschuldet wäre. Bei einer solchen Coverage, es sei nochmals betont, entsteht kein Vertrag. Damit kann sich das analysierte Unternehmen im Falle einer Schadenersatzklage nur auf ausservertragliche Pflichtverletzungen berufen. Dafür gibt es zwei Anknüpfungspunkte: Einerseits kann sich das analysierte Unternehmen auf eine Verletzung seiner „Persönlichkeit“ im wirtschaftlichen Sinne berufen (Art. 28 ZGB). Sofern sich nämlich eine unzutreffende Verkaufsempfehlung auf die vermögensrechtliche Stellung des analysierten Unternehmens auswirkt, etwa weil aufgrund des Vertrauensverlustes der Marktteilnehmer die Kapitalaufnahme erschwert wird und deshalb die Kapitalkosten steigen, liesse sich damit eine Schadenersatzklage begründen. Als zweiter Anknüpfungspunkt kann sich ein analysiertes Unternehmen auf „unlauteren Wettbewerb“ berufen und argumentieren, ein falscher Research Report habe aufgrund der darin enthaltenen unrichtigen, irreführenden oder unnötig verletzenden Äusserungen das analysierte Unternehmen unlauter herabgesetzt bzw. mit einem unlauteren Branchenvergleich im Wettbewerb benachteiligt (vgl. UWG).

Jetzt wenden wir uns dem eigentlichen Leserkreis von Sell-Side-Reports zu, den Anlegern. Unter dem Begriff «Anleger» verstehe ich sowohl die kapitalkräftigen institutionellen Anleger als auch die weniger finanzstarken Kleinanleger. Beide Anlegerarten können durch fehlerhafte Research Reports, insbesondere durch Fehlempfehlungen, einen Kapitalanlageschaden erleiden.

Die Frage, wie hoch der zu ersetzende Schaden ist, den ein Anleger *aufgrund unzutreffender Informationen im Rahmen der Tätigkeit einer Kapitalanlage* erleidet, zählt zu den umstrittensten Punkten des Schadensrechts. Die wohl herrschende Meinung in der rechtswissenschaftlichen Lehre fragt danach, ob und zu welchem Preis der Anleger eine bestimmte Aktie erworben hätte, wenn er durch den entsprechenden Research Report korrekt informiert worden wäre. Hierfür ist ein hypothetischer Kursverlauf der Aktie bei korrekter Informationslage zu ermitteln, was mit schier unüberwindbaren Schwierigkeiten verbunden ist: Unmöglich lassen sich die Auswirkungen eines unzutreffenden Research Report von anderen Einflussfaktoren wie z. B. einer allgemeinen Marktentwicklung oder gar von irrationalen Kurseinflüssen abgrenzen (Stichwort: Behavioral Finance). Das Bundesgericht seinerseits hat in einem Entscheid aus dem Jahr 1994 (BGE 120 IV 134) noch auf den wirklichen, inneren Wert einer

Aktie abgestellt, was auch nicht sachgerecht sein kann, gibt es doch aufgrund der teilweisen Subjektivierung in der Finanzanalyse keinen einzigen, richtigen, wahren Wert einer Aktie, sondern eine ganze Bandbreite an zutreffenden Werten. Meines Erachtens ist keiner dieser Auffassungen zu folgen, sondern es ist der Kapitalanlageschaden schlicht und einfach mathematisch anhand der Differenz zw. Kaufs- und Verkaufspreis zu berechnen. Diese für jedermann nachvollziehbaren Differenzrechnung wäre eindeutig und gäbe zu keinen Streitereien Anlass, weshalb sie auch und gerade aus Rechtssicherheitsgründen den anderen Methoden vorzuziehen ist. Mitzubeherrschenden ist insoweit auch ein Selbstverschulden des Anlegers, der aus Panik eine Aktie zum schlechtestmöglichen Zeitpunkt veräussert hat.

Die Widerrechtlichkeit des Verhaltens eines Finanzanalysten im Rahmen der Erstellung einer Fehlempfehlung hängt vom Rechtsverhältnis zwischen der Bank und dem Anleger ab: Als Rechtsgrundlage in Frage kommen der Abonnementsvertrag sowie ein Anlageberatungs- oder Vermögensverwaltungsvertrag. Liegt zwischen der Bank und dem geschädigten Anleger kein Vertrag vor, käme unter sehr strengen Voraussetzungen schliesslich eine ausservertragliche Haftung wegen besonderer Sachkunde aus dem Beruf des Finanzanalysten in Frage. Diese Rechtsfigur der ausservertraglichen Berufshaftung kommt aus dem deutschen Rechtsraum und gewinnt auch in der Schweiz langsam an Boden. Angeknüpft wird an der besonderen Sachkunde einer bestimmten Berufsgattung, die bei der Kundschaft ein besonderes Vertrauen auf eine korrekte und lautere Berufsausübung erwecken, dieses in der Folge aber treuwidrig enttäuschen. Ob und inwieweit jemals ein Gericht diese Konstruktion auf die Verhältnisse in der Finanzanalyse-Branche zur Anwendung bringt, ist noch nicht voraussehbar.

Nebst dem Bestand und der Höhe des Kapitalanlageschadens muss der Anleger, will er mit einem Schadenersatzanspruch vor Gericht durchdringen, sowohl die vorn beschriebene Widerrechtlichkeit als auch den Kausalzusammenhang zwischen der Fehlempfehlung und dem Kapitalanlageschaden nachweisen. Steht der Anleger nicht in einem Vertragsverhältnis zur Bank, hat er auch das Verschulden des fehlbaren Finanzanalysten nachzuweisen. Anders verhält es sich, wenn ein Abonnementsvertrag oder dergleichen vorliegt: in diesem Fall kehrt die Beweislast, das heisst, ein Verschulden des fehlbaren Finanzanalysten wird vermutet und der Bank zugerechnet. Dieser steht aber der Beweis des Nichtverschuldens offen.

Als Verschuldensarten kommen der Vorsatz und die Fahrlässigkeit, jeweiligen in verschiedener Abstufung, in Frage. Während Fahrlässigkeit in der Berufsausübung eines Finanzanalysten

insbesondere auf unsorgfältigen und nicht bedachten Finanzanalysen gründet, lässt sich eine vorsätzliche Fehlempfehlung des Finanzanalysten nur im Rahmen eines bewussten Missbrauchs eines Interessenkonfliktes denken, etwa wenn ein Finanzanalyst durch Aufbauschung einer Empfehlung den IPO seiner Investmentbank zu fördern versucht.

Für die Bank als Analyse-Unternehmen und potentiell Haftpflichtige ist in diesem Zusammenhang essentiell, dass sie entsprechende Haftungsfreizeichnungen bzw. Disclaimers entweder in die AGB ihrer Verträge oder auf ihrer Website gut einsehbar anbringt. Mit Disclaimers lässt sich zwar nicht eine vollumfängliche Haftungsfreizeichnung erreichen, aber zumindest eine teilweise Haftungsabschwächung. Alle Disclaimer werden in einem Gerichtsprozess auf ihre Rechtskonformität hin überprüft, im vertraglichen Bereich vor allem im Hinblick auf die bestehenden obligationenrechtlichen Haftungsbeschränkungsvorschriften (Art. 100 und 101 OR).

Nachdem nun ausführlich die haftungsrechtlichen Grundlagen zur Sprache gekommen sind, möchte ich noch mit einigen wichtigen Hinweisen zivilprozessualer Art schliessen. Die zivilprozessuale Durchsetzung von Schadenersatzansprüchen bereitet einem einzelnen Anleger nämlich erhebliche Schwierigkeiten. Denn v.a. für private (Klein-)Anleger ist die Prozessführung mit nicht zu unterschätzenden *Kostenrisiken* (abhängig vom Streitwert und dem Prozessausgang) verbunden, weshalb eine diesbezügliche Kosten-Nutzen-Analyse einen einzelnen Kleinanleger (im Gegensatz zu den finanziell stärkeren institutionellen Anlegern) regelmässig davon abhalten dürfte, eine Klage einzureichen. Es liegt auf der Hand (und ist bereits hinlänglich bekannt), dass dadurch die Rechtsdurchsetzung in hohem Masse behindert wird. Um dem entgegenzuwirken, d.h. um den «Zugang zum Recht» (access to justice) für den einzelnen Anleger zu verbessern, müssten die Kostenrisiken breiter abgestützt werden. Die USA etwa kennt hierfür die sicher auch Ihnen schon zu Ohren gekommenen «Sammelklagen», die es in der Schweiz wohl zu Recht nicht gibt. Denkbar ist aber, dass bei einer Vielzahl geschädigter Anleger sich diese anderweitig zusammenschliessen und miteinander eine Klage einreichen. Oder dass nach Deutschland auch hier sog. Musterprozesse in Mode kommen, wo ein einzelner Anleger vorab einen Musterprozess führt, der dann präjudizielle Wirkung für alle anderen Schadenersatzklagen hat. Trotz dieser an sich möglichen Varianten bleibt es vor allem für geschädigte Kleinanleger äusserst schwierig, ohne allzu grosse Prozessrisiken ihren erlittenen Schaden zivilprozessual geltend zu machen und Schadenersatz zu erstreiten.

Damit habe ich für heute geschlossen und danke Ihnen sehr herzlich für Ihre Aufmerksamkeit.

Dr. Jean-Marc Schaller