

# Die Umsetzung von Analysestandards in Österreich – Ein Regulierungsmodell für Europa?

Otto Lucius / Gerald Resch

Die Umsetzung der Marktmißbrauchsrichtlinie in das österreichische Börsengesetz hat für Österreich erstmals gesetzliche Regelungen zur Finanzanalyse gebracht. Nachdem die Aufsichtsbehörde FMA sich entschieden hatte, nicht von Verordnungsermächtigungen Gebrauch zu machen, sondern der bislang in Österreich bewährten Selbstregulierung im Sinne größtmöglicher Flexibilität eine Chance zu geben, begann ein intensiver Dialog zwischen Marktteilnehmern und Aufsicht. Im Rahmen eines 3-Stufen-Modells wurden die „Österreichischen Analysegrundsätze“ als Marktstandard anerkannt. Damit wurde eine praxistaugliche Regelung gefunden, die durchaus auch Vorbildcharakter für europäische Regelungen aufweist.

Stichwörter: Börsengesetz, Finanzanalyse, Handelsbrauch, Marktakzeptanz, Marktmißbrauchsrichtlinie, Selbstregulierung, Österreichische Analysegrundsätze, §§ 48d, 48f BörseG, RL 2003/6/EG, RL 2003/125/EG, RL 2004/39/EG. JEL-Classification: G 18, G 24, K 22, K 23.

The implementation of the Market Abuse Directive into the Austrian Stock Exchange Act brought for the first time legal provisions for financial analysts in Austria. Although the Austrian regulator FMA had been empowered to enact regulations in this field the regulator decided to opt for self regulation in order to enable utmost flexibility. In an intense dialogue with the market participants the “Austrian Principles of Financial Analysis” have been accepted as market standard. The Austrian model is very flexible and accepted by the market participants for 100 percent and could thus be a master model for similar regulations throughout Europe.

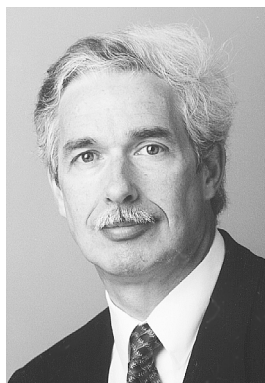


Photo: Huger

Prof. (FH) Mag. Otto Lucius, Geschäftsführer der Österreichischen Bankwissenschaftlichen Gesellschaft und Leiter der Geschäftsstelle der ÖVFA; e-mail: lucius@bwg.at



Photo: privat

MMag. Dr. Gerald Resch ist Abteilungsleiter der Abteilung Wertpapierdienstleistungen und Compliance der Finanzmarktaufsicht; e-mail: gerald.resch@fma.gv.at

## 1. Die Rolle und Verantwortung der Finanzanalysten im Rahmen der Anlageentscheidung

Finanzmärkte, und im besonderen die Kapitalmärkte, leben von Informationen. Der zeitgerechte und richtige Informationsaustausch unter den Marktteilnehmern erhöht das Vertrauen der Investoren und fördert die Transparenz und Liquidität an den Wertpapierbörsen [1]. Die meisten Anleger, die in Finanzinstrumente investieren wollen, sind angesichts der Fülle, der Komplexität und des raschen Wechsels an Informationen und verfügbaren Daten nicht in der Lage, diese Informationen und Daten selbst sach- und zeitgerecht zu verarbeiten. Sie sind daher auf die Dienstleistungen von Intermediären angewiesen. Finanzanalysten sind derartige spezialisierte Intermediäre.

Die Aufgabe von Finanzanalysten ist es, Emittenten von Wertpapieren sowie Branchen zu analysieren, indem die verschiedenen, oft verstreut aufzufindenden Rohdaten gesammelt und ausgewertet werden. Weiters fällt es Finanzanalysten zu, Prognosen zu Unternehmensentwicklungen und/oder Kursentwick-

lungen abzugeben. Damit können auch Empfehlungen über Kaufen, Halten oder Verkauf einzelner Wertpapiere verbunden sein. Sowohl institutionelle als auch private Investoren sehen Finanzanalysten sehr oft nicht nur als wichtige und verlässliche Informationsquelle, sondern auch als Experten an, auf deren Urteil sie vertrauen.

Damit fällt den Finanzanalysten nicht nur heute, sondern seit je her eine wichtige Rolle am Kapitalmarkt zu. Sie steigern durch die oben erwähnte Informationsaufbereitung und -auswertung nämlich die Effizienz der Märkte. Das hohe Maß an Vertrauen, das Finanzanalysten entgegengebracht wird, bürdet ihnen natürlich auch ein hohes Maß an Verantwortung auf. In diesem Zusammenhang sei eine wichtige Unterscheidung hervorgehoben: Die Empfehlung eines Finanzanalysten ist – trotz der gleichen Bezeichnung „Empfehlung“ – in keiner Weise mit der Empfehlung etwa eines

[1] Zur Rolle der Finanzanalysten vgl etwa IOSCO, Public Document 152 „Report on Analyst Conflicts of Interest“, September 2003.

Anlageberaters zu vergleichen. Während die Empfehlung eines Finanzanalysten über einen Emittenten oder ein Finanzinstrument sich immer an die Öffentlichkeit wendet, also an einen unbestimmten Adressatenkreis (jedenfalls aber an einen Adressatenkreis, dessen Personen dem Finanzanalysten nicht einzeln bekannt sind), ist die Anlageempfehlung eines Beraters an eine ganz bestimmte, ihm persönlich bekannte Person gerichtet. Der Berater kann und muß daher auf die ganz persönlichen Umstände seines Kunden abstellen. Der Finanzanalyst hingegen kann nicht mehr tun, als mit seinen Informationen und Empfehlungen (seien sie direkte oder indirekte Empfehlungen [2]) einen verständigen Investor in die Lage zu versetzen, eine informierte Anlageentscheidung zu treffen [3].

Die oben angesprochene Verantwortung erfordert nicht nur *hohe Fachkompetenz* – der Finanzanalyst hat seine Aufgaben mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit zu erledigen [4] –, sondern auch die Fähigkeit, bei auftretenden Interessenkonflikten nicht zugunsten des eigenen Wohls oder im Sinne des Arbeitgebers zu entscheiden. *Potentielle Interessenkonflikte* für angestellte Finanzanalysten können etwa in der Rolle des Arbeitgebers als Emissionshaus einerseits und als Broker für den Kunden andererseits begründet sein. Aber auch hohe Positionen einer von einem Kreditinstitut gecoverten Aktie im Bankbuch können Interessenkonflikte für Finanzanalysten bei der Beurteilung dieser Aktienwerte mit sich bringen. Das Risiko derartiger Interessenkonflikte ist durchaus geeignet, das Vertrauen der Anleger zu unterminieren. Daher war diese ethische Komponente mit ein Grund, bei den unten zu besprechenden „Österreichischen Analysegrundsätzen“ auch ethisch-moralische Leitlinien in Form der „Grundsätze ordnungsmäßiger Finanzanalyse“ festzuschreiben [5].

## 2. Die neuen Regelungen der Marktmißbrauchs-Richtlinie für die Erstellung von Finanzanalysen

Die *Marktmißbrauchs-Richtlinie* [6] (in der Folge kurz MAD) wurde am 12. April 2003 veröffentlicht und war von den Mitgliedstaaten bis zum 12. Oktober 2004 in nationales Recht umzusetzen. Im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens [7] hat die Europäische Kommission zur Konkretisierung der Richtlinie *zwei Durchführungsrichtlinien* und *eine Durchführungsverordnung* zur MAD verabschiedet. Die erste Richtlinie der Kommission vom 22. Dezember 2003 (RL 2003/124/EG) enthält detaillierte Kriterien für die Entscheidung, ob eine Insider-Information als präzise und kurserheblich zu werten ist. Ferner liefert sie eine Reihe von Faktoren, die bei der Beurteilung bestimmter Verhaltensweisen und ihrer etwaigen Einstufung als Marktmanipulation zu berücksichtigen sind. Insbesondere die zweite Richtlinie der Kommission vom 22. Dezember 2003 [8] ist für den Bereich der Erstellung von Finanzanalysen von entscheidender Bedeutung, denn sie enthält Standards für die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten in diesem Zusammenhang. Festgelegt wird in dieser Richtlinie, daß die Regelungen der zweiten Durchführungsrichtlinie keine Anwendung auf Journalisten finden, sofern Journalisten einer gleichwertigen angemessenen Regelung einschließlich einer gleichwertigen angemessenen Selbstkontrolle im jeweiligen Mitgliedstaat unterliegen. Abgerundet werden die Regelungen auf Europäischer Ebene in Hinblick auf Insider-Geschäfte und Marktmanipulation durch eine Durchführungsverordnung der Kommission vom 22. Dezember 2003 (Verordnung EG 2273/2003), welche Ausnahmeregelungen für Aktienrückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaß-

nahmen für Finanzinstrumente festlegt [9].

*Übergreifendes Ziel* dieser Regelungsinitiativen der Europäischen Kommission im Rahmen der MAD stellt die *Schaffung und Sicherstellung eines integrierten und effizienten Finanzmarktes* dar. Mit der Richtlinie 2003/125/EG sollten insbesondere auch zusätzliche Standards für eine sachgerechte, klare und exakte Darbietung von Informationen, welche Empfehlungen und Anregungen zu Anlagestrategien enthalten, implementiert und für die reine Weitergabe von durch Dritte erstellte Anlageempfehlungen festgelegt werden.

Aufgrund der verpflichtenden Umsetzung der MAD in allen Mitgliedstaaten der EU hatte auch der österreichische Gesetzgeber geeignete Regelungen zu erlassen, um einen entsprechenden Rechtsrahmen für die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten in diesem Zusammenhang zu schaffen.

### 2.1. Die Umsetzung im österreichischen BörseG

Durch die *Börsegesetznovelle 2004* [10] wurde nicht nur die MAD innerstaatlich umgesetzt, sondern *erstmalig* auch *gesetzliche Bestimmungen die Finanzanalyse betreffend* in den österreichischen Rechtsbestand aufgenommen. Die Novelle zum Börsegesetz ist mit 1. Jänner 2005 in Kraft getreten.

Die europarechtlichen Rechtsgrundlagen für die Börsegesetznovelle 2004 im Bereich der Finanzanalyse waren einerseits der Art 6 Abs 5 MAD und die oben genannte Durchführungsrichtlinie RL 2003/125/EG. Beide Bestimmungen haben beinahe wortgleich Einzug in das österreichische Börsegesetz (BörseG), nämlich in die §§ 48d Abs 5 und 48f BörseG gefunden. § 48d Abs 5 BörseG sieht vor, daß Personen, die Analysen von Finanzinstrumenten oder von Emit-

[2] Zum Begriff der Empfehlung vgl unten 3.2. und 4.

[3] Das Rundschreiben der FMA zu Finanzanalyse vom 4. 5. 2005 geht ebenfalls auf den Begriff der Empfehlung ein; siehe unten 3.2. Hinzuweisen ist auf den Umstand, daß die RL 2003/125 im 3. Erwägungsgrund die persönliche Anlageempfehlung eines Anlageberaters explizit von der Empfehlung eines Finanzanalysten unterscheidet!

[4] Erwägungsgrund 4 der RL 2003/125 spricht von der größtmöglichen Sorgfalt bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen, während § 48e BörseG zu diesen Anforderungen schweigt. Der Bericht der *Forum Group* vom 4. September 2004 an die Europäische Kommission spricht im Grundsatz „Competence, conduct and personal in-

tegrity“ von „skill“ und „care“, in Tz 8 sogar von „ongoing training in market practice“. Vertieft wird diese Ansicht zur Fachkompetenz in Kapitel 7.3. des Berichts, der für Finanzanalysten spezielle Berufsausbildungen und Qualifikationen, etwa die Qualifikation „CEFA“ oder „CIIA“ empfiehlt. Neben der Fachkompetenz ist international auch Integrität gefordert; siehe auch *Forum Group*, Report, Tz 7 („adhere to the highest ethical principles“), oder *IOSCO*, PD 152, Kap V Integrity („ethical guidelines and education“). Erwähnt werden soll hier, daß sowohl die Fachkompetenz als auch die Integrität Eckpfeiler der Grundsätze ordnungsmäßiger Finanzanalyse darstellen; näher dazu unter 4.1.

[5] Siehe unten 4.1.

[6] Richtlinie 2003/6/EG des Europäi-

schen Parlaments und des Rates vom 28. Jänner 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, AB I EG L 96/16 vom 28. 1. 2003.

[7] Zum Lamfalussy-Verfahren allgemein vgl für viele *Karpf*, ÖBA 2005, 573 ff.

[8] Durchführungsrichtlinie RL 2003/125/EG, AB I EG L 339/73 vom 23. 12. 2004, abzurufen unter [www.ovfa.at](http://www.ovfa.at).

[9] Im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens waren in den Gesetzgebungsprozeß der Ausschuß der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) sowie der aus den Vertretern der Regierungen der Mitgliedstaaten gebildeten Europäische Wertpapierauschuss eingebunden.

[10] BGBl I 2004/127 vom 16. 11. 2004.

tenten von Finanzinstrumenten oder sonstige für Informationsverbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit bestimmte Informationen mit Empfehlungen oder Anregungen zu Anlagestrategien erstellen oder weitergeben, in angemessener Weise dafür Sorge zu tragen haben, daß die Information sachgerecht dargeboten wird und etwaige Interessen oder Interessenkonflikte im Zusammenhang mit den Finanzinstrumenten, auf die sich die Information bezieht, offengelegt werden.

Die wichtigsten Inhalte der oben angeführten Bestimmungen im BörseG hinsichtlich der Finanzanalyse betreffen insbesondere die Darstellung der Identität der Empfehlungen erstellenden Personen, die oben erwähnte Darbietung der Empfehlungen und den Umgang mit Interessenkonflikten sowie die Weitergabe der von Dritten erstellten Empfehlungen.

Die Inhalte der neuen Bestimmungen gelten prinzipiell für Kreditinstitute, Wertpapierdienstleistungsunternehmen, selbstständige Finanzanalysten, Emittenten oder natürliche Personen, die im Rahmen eines Arbeitsvertrages bei einem in § 48f BörseG angeführten Unternehmen beschäftigt sind, sowie für Medienmitarbeiter im gleichen Ausmaß [11]. § 48f BörseG sieht jedoch, wie auf europäischer Ebene vorgegeben, *Ausnahmebestimmungen für Medienmitarbeiter* vor, wenn diese einer *gleichwertigen angemessenen Regelung – einschließlich einer gleichwertigen angemessenen Selbstkontrolle* – unterliegen. Wird diese Ausnahmebestimmung nicht in Anspruch genommen, so kommen die gesetzlichen Regelungen des § 48f BörseG auch für Medienmitarbeiter unmittelbar zur Anwendung [12].

Obwohl das BörseG und die zugrundeliegende MAD den Rahmen für die Regelungen hinsichtlich Insider-Geschäfte und Marktmanipulation sehr weitreichend ausgeschöpft haben, hat der Gesetzgeber dennoch an verschiedenen Stellen des BörseG *Verordnungsermächtigungen* für die Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) zur näheren Ausgestaltung des Gesetzes festgelegt.

## 2.2. Die Verordnungsermächtigungen im BörseG

Im Hinblick auf die Regelungen im BörseG in bezug auf Analysten sieht das BörseG einerseits in § 48d Abs 11 sowie andererseits in § 48f Abs 10 Verordnungsermächtigungen für die FMA vor. Die Verordnungsermächtigung in § 48d Abs 11 BörseG bezieht sich sehr pauschal auf alle im § 48d Abs 1 bis 5 und 9 vorgesehenen Meldungen/Bekanntgaben/Unterrichtungen/Offenlegungen, deren Form, Inhalt und die Art der Übermittlung die FMA mit einer Verordnung zu regeln ermächtigt wird. Bedacht zu nehmen hat die FMA auf berechnete Interessen der Emittenten und der Anleger sowie auf internationale Standards entwickelter Kapitalmärkte. Hinsichtlich der Art der Übermittlung können im Interesse der raschen Informationsübermittlung, unter Berücksichtigung des jeweiligen Standes der Technik durch die FMA bestimmte Kommunikationstechniken vorgeschrieben werden. Legt man die Verordnungsermächtigung des § 48d Abs 11 BörseG auf den Inhalt des § 48d Abs 5 BörseG um, so wäre die FMA ermächtigt, in bezug auf den in § 48d Abs 5 BörseG beschriebenen Personenkreis im Wege von Verordnungen die Form, den Inhalt und die Art der Offenlegung etwaiger Interessen oder Interessenkonflikte in Zusammenhang mit Finanzinstrumenten, auf die sich die Informationen im Sinne des § 48d Abs 5 BörseG beziehen, festzulegen.

In § 48f Abs 10 BörseG ist eine sehr allgemein gehaltene Verordnungsermächtigung enthalten, die die FMA ermächtigt, die Form und den Inhalt der gemäß § 48f BörseG vorgesehenen Angaben festzusetzen; dabei ist ebenfalls auf berechnete Interessen der Emittenten und der Anleger sowie auf internationale Standards entwickelter Kapitalmärkte Bedacht zu nehmen. Die Verordnungsermächtigung bezieht sich somit auf alle im § 48f BörseG vorgesehenen Angaben, wobei nicht klar spezifiziert wird, welche Informationen bzw. Offenlegungen unter den Begriff „Angaben“ zu subsumieren sind. Auszugehen ist davon, daß sich die Verordnungsermächtigung

auf alles bezieht, was der Öffentlichkeit im Rahmen der Bestimmung des § 48f BörseG zugänglich zu machen ist.

## 3. Das Aufsichtskonzept der FMA

Aufgrund des schwer zu spezifizierenden Umfangs der Verordnungsermächtigungen des bereits sehr detaillierten BörseG, sowie aufgrund der Tatsache, daß Regelungen im Analystenbereich international einem starken Wandel unterworfen sind [13], hat die FMA bis dato von ihren Verordnungsermächtigungen in diesem Zusammenhang *nicht* Gebrauch gemacht. Dies vor dem Hintergrund, daß der in Österreich bereits etablierten Selbstregulierung in Aufsichtsbereichen die Chance gegeben werden soll, sich an die internationalen Entwicklungen möglichst zeitnah und rasch anzupassen und *neben dem legislativen Rahmen ein funktionierendes Regime der teilweisen Selbstregulierung* zu etablieren. Erst wenn dieses Konzept nicht im Einklang mit der Auffassung der FMA in bezug auf die aufgrund von europarechtlichen Vorgaben, internationalen Entwicklungen und Trends in Österreich einzuhaltenden Mindeststandards steht, sollen und müssen im Analystenbereich über die Selbstregulierung hinausgehende Regelungen in Verordnungsermächtigung erlassen werden.

Das Aufsichtskonzept der FMA in Zusammenhang mit Finanzanalysten baut daher auf einem *dreistufigen Modell* auf. Neben den bereits genannten börsengesetzlichen Bestimmungen werden im Rahmen der Aufsicht einerseits das am 4. Mai 2005 veröffentlichte Rundschreiben der FMA [14] und andererseits die „Österreichischen Analysegrundsätze“ [15] (bestehend aus den Grundsätzen ordnungsmäßiger Finanzanalyse sowie aus den Mindeststandards für Finanzanalysen) [16] der Österreichischen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (ÖVFA), die von der Austrian Society of Investment Professionals (ASIP) vollinhaltlich mitgetragen werden, als aufsichtsrechtliche Grundlage herangezogen.

[11] Ausführlicher zum Adressatenkreis siehe Kapitel 3.2.

[12] Ein Verstoß gegen diese Bestimmung kann somit auch in diesem Bereich gemäß § 48 Abs 1 BörseG mit einer Verwaltungsstrafe in der Höhe bis zu € 20.000,- geahndet werden. Vgl zu Medienmitarbeitern *Wittmann*, MR 2005, 3 ff; jüngst dazu *Oppitz*, ÖBA 2005, 459 ff. In diesem Zusammenhang wurde eine Diskussionsrunde zwischen der Journalistengewerkschaft, Verband der Österreichischen Zeitungsherausgeber und -verleger (VÖZ), Österreichischer Zeitschriften- und Fachmedienverband, Presse-

club Concordia eingerichtet, im Zuge dessen ein Szenario für eine Selbstregulierung in Österreich geschaffen werden soll.

[13] Die anstehende Umsetzung der EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) vom 21. April 2004 (RL 2004/39/EG) in Österreich wird auch im Finanzanalysebereich einige zu beachtende Änderungen zur Folge haben. Im Zuge der nationalen Umsetzung der MiFID können sich daher zusätzliche Auslegungsfragen hinsichtlich der Finanzanalyse ergeben, was das dynamische Umfeld dieses Rechtsgebiets widerspiegelt.

[14] Das „Rundschreiben zu Finanzana-

lyse im Zusammenhang mit der Auslegung von § 48f Börsengesetz (BörseG)“ ist auf der FMA Homepage, [www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at) abrufbar.

[15] Der vollständige Text der „Österreichischen Analysegrundsätze“ ist abrufbar unter [www.ovfa.at](http://www.ovfa.at).

[16] Der Erstellung der österreichischen Analysegrundsätze ist ein intensiver Dialog zwischen Vertretern der FMA sowie der ÖVFA und ASIP vorausgegangen, im Zuge dessen die vorliegenden Selbstregulierungsstandards einer tiefgehenden Diskussion unterzogen wurden.

### 3.1. Aufsichtsdialog mit den Marktteilnehmern – Vor- und Nachteile einer Selbstregulierung

Die österreichische Aufsichtstradition im Wertpapierbereich kennt neben legislativen Vorgaben in Gesetzen und Verordnungen auch das *Instrument der Selbstregulierung* in spezifischen Bereichen durch die Marktteilnehmer. Dieser Selbstregulierung, die auch international durchaus Vorbildcharakter hat und auch durch vergleichbare Modelle in anderen Ländern [17] bestärkt wird, geht jedenfalls immer ein intensiver Dialog zwischen Aufsicht und Normadressaten voraus, der von einem hohen Maß an gegenseitigem Verständnis und Akzeptanz geprägt sein sollte.

Der Weg der *Selbstregulierung* wird meist dann gewählt, wenn zwar ein gesetzlicher Rahmen vorliegt, jedoch für die Umsetzung der Regelungen durch die Marktteilnehmer eine *nähere Ausgestaltung bzw. Klarstellung dieses Rahmens* notwendig erscheint. Dies führt auch dazu, daß sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene die Vorgaben der Selbstregulierungsregelwerke gerichtlich als Maßstab branchenspezifischer Sorgfaltspflichten herangezogen werden.

Mit der freiwilligen Unterwerfung unter einen Selbstregulierungsmechanismus geht das Erfordernis einher, das *Personal* hinreichend bezüglich der sich aus dem jeweiligen Selbstregulierungswerk ergebenden Verpflichtungen zu *schulen* und die *Umsetzung und Einhaltung* in den Unternehmen zu *überwachen*.

Die Einhaltung der Verhaltenskodices bedarf jedoch auch einer *externen Kontrolle*. Einerseits werden diese durch Gremien überwacht, die von den Trägerverbänden eingerichtet und unterhalten werden und deren Hauptaufgabe die Überwachung der Einhaltung der Kodices [18] sowie deren periodische Überarbeitung ist, andererseits dienen Selbstregulierungswerke die in Zusammenarbeit und Abstimmung mit der Aufsicht erstellt wurden, auch als Basis für die Kontrolle der jeweiligen Aufsichtsbehörde sowie als Grundlage für zivil- und strafrechtliche Judikatur.

Als *Vorteile* der Selbstregulierung gegenüber staatlicher Gesetzgebung kann die Flexibilität von Verhaltenskodices genannt werden, sich rasch an veränderte Verhältnisse sowie geänderte gesetzliche Rahmenbedingungen anzupassen, weiters, daß die wirtschaftlichen Akteure über besonderen Sachverstand für die Regulierung des eigenen Tätigkeitsbereiches verfügen sowie daß durch die Regelsetzung auf gesellschaftlicher Ebene die Kreativität, Innovationsfähigkeit und Eigeninitiative gesellschaftlicher Akteure in besonderer Weise mobilisiert werden kann. Darüber hinaus sind die Verhaltenskodices genau auf die spezifischen Probleme eines Sektors zugeschnitten und stellen für eine Branche die Möglichkeit dar, sich öffentlichkeitswirksam auf dem Gebiet des Verbraucherschutzes zu profilieren. Für den Staat tritt zusätzlich noch ein Kostenvorteil hinzu, wenn sowohl die Entwicklung als auch die Durchsetzung der selbstregulierenden Kodices den Marktteilnehmern anvertraut wird.

*Defizite* können in der Selbstregulierung insbesondere im Hinblick auf ihre Geltung, Akzeptanz und Legitimität gesehen werden. So sind an einen Verhaltenskodex grundsätzlich nur die Unternehmen gebunden, die sich ihm *freiwillig* unterworfen haben. Ebenso problematisch stellt sich die Akzeptanz eines Verhaltenskodex bei den begünstigten Verbrauchern im Vergleich zu staatlicher Gesetzgebung dar.

In Österreich ist in Zusammenhang mit der Selbstregulierung der *Standard Compliance Code* der österreichischen Kreditwirtschaft (SCC) [19] aus dem Jahr 1993, novelliert in den Jahren 1999 und 2005, zu nennen. Der SCC hat durch seine gelebte Praxis den rechtlichen *Status eines herrschenden Handelsbrauches* [20] erlangt und wird im Rahmen eines Verwaltungsstrafverfahrens als zwingender Verhaltensrahmen für Kreditinstitute herangezogen, wohingegen dessen Nichteinhaltung einen verwaltungsstrafrechtlich relevanten Verstoß darstellt [21].

Als weitere Beispiele sind die Selbstregulierungsinitiativen im Bereich Versicherungs- und Pensionskassenwirtschaft – der Standard Compliance Code

der österreichischen Versicherungswirtschaft sowie der Standard Compliance Code der österreichischen Pensionskassen [22] – zu nennen. Die Tradition der Selbstregulierung in Österreich läßt sich auch auf anderem Gebiet zurückverfolgen. Anzuführen sind hier die „Verhaltensregeln zur Anlageberatung“ aus dem Jahre 1994 sowie der „Leitfaden zur Anwendung der Wohlverhaltensregeln nach dem Wertpapieraufsichtsgesetz“ aus dem Jahr 1998 der Wirtschaftskammer Österreich (WKÖ), welcher eine ergänzende Empfehlung zu den Verhaltensregeln aus dem Jahr 1994 darstellt. Der Finanzausschuß des Nationalrats hat in seinem Bericht [23] sogar ausdrücklich darauf hingewiesen, daß die „Verhaltensregeln zur Anlageberatung“ der WKÖ zur Konkretisierung der in den §§ 11 Abs 1 und 13 Wertpapieraufsichtsgesetz festgelegten Sorgfaltsstandards herangezogen werden können. Dies deshalb, weil sich die „Verhaltensregeln zur Anlageberatung“ als marktübliche Sorgfaltsstandards zumindest bei Kreditinstituten durchgesetzt hätten und mittlerweile auch von den Zivilgerichten anerkannt seien [24]. Betrachtet man nun den Themenbereich der Finanzanalysten, so lassen sich folgende Überlegungen zum Thema Selbstregulierung anstellen:

Aufgrund der Umsetzungspflicht der Marktmißbrauchs-Richtlinie hatte jeder Mitgliedstaat geeignete Regelungen für Finanzanalysten zu erlassen, um etwaige Interessenkonflikte hintanzuhalten und Informationen sachgerecht darzubieten [25]. Wie diese Regelungen konkret aussehen sollen (Gesetz oder Selbstregulierungsmechanismus), blieb den Mitgliedstaaten überlassen [26].

Wie schon oben unter Kapitel 3 erwähnt, hat die FMA in diesem Aufsichtsthemenbereich eine teilweise Selbstregulierung [27] durch die „Österreichischen Analysegrundsätze“ und einen intensiven und sehr positiv verlaufenden Aufsichtsdialog mit den Marktteilnehmern als geeignetes Instrument angesehen, um für diesen Themenbereich, der auch künftig einem starken Wandel unterworfen sein wird, in Österreich neben den gesetzlichen Grundlagen ein *modernes, international vorbildliches Regelungsregime* zu gewährleisten.

[17] Selbstregulierung hat zB in Großbritannien langjährige Tradition. *Schmies*, ZBB 2003, 277 beschreibt anhand des Beispiels Großbritannien die Selbstverpflichtungen der Wirtschaft in Form von Verhaltenskodices als Ergänzung oder Alternative zu staatlicher Verbraucherschutzgesetzgebung.

[18] So stellen die „Österreichischen Analysegrundsätze“ seit 1. 6. 2005 einen integralen Bestandteil der Statuten der ÖVFA dar und sind somit für deren sämtliche Mitglieder verbindlich.

[19] Der Standard Compliance Code der österreichischen Kreditwirtschaft ist unter dem link [www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at) abrufbar.

[20] VwGH 5. 11. 2003, 2003/17/0212.

[21] *Filzmoser*, ÖBA 1994, 437, geht sogar vom Verordnungscharakter des SCC aus, ablehnend hingegen *Oppitz / Stillfried*, ÖBA 1995, 507.

[22] Beide abrufbar unter dem link [www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at).

[23] 473 BlgNR 20 GP.

[24] Näher dazu *Knobl*, ÖBA 1997, 3 ff,

der die Verhaltensregeln zur Anlageberatung ihrer Rechtsnatur nach als Empfehlung der WKÖ und der Verbände der Kreditwirtschaft zur Konkretisierung von Sorgfaltsmaßstäben sowie als Verkehrssitte gem § 914 ABGB qualifiziert.

[25] Vgl Art 6 Abs 5 der Marktmißbrauchs-Richtlinie.

[26] Vgl 22. Erwägungsgrund der Marktmißbrauchs-Richtlinie.

[27] Neben BörseG und Rundschreiben der FMA zu Finanzanalyse.

### 3.2. Berücksichtigung von Marktstandards im FMA-Rundschreiben

In Zusammenhang mit dem in Österreich gewählten 3stufigen Modell stellt das am 4. Mai 2005 durch die FMA veröffentlichte „Rundschreiben zu Finanzanalyse im Zusammenhang mit der Auslegung von § 48f BörseG“ ein Kernstück der zukünftigen Aufsichtstätigkeit der FMA dar. Das Rundschreiben dient der näheren Auslegung von § 48f BörseG, sowie einzelner für die Anwendung von § 48f BörseG in der Praxis besonders wichtiger Begriffe. *Die FMA nimmt bei der Überprüfung der Einhaltung des gesetzes- bzw marktkonformen Verhaltens eines Unternehmens bezüglich der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen die im Rundschreiben angeführten Grundlagen und Auslegungen als Basis für ihre Aufsichtstätigkeit.*

Die Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soll durch faires und ehrliches Vorgehen gegenüber den Investoren, Marktteilnehmern und der Öffentlichkeit gekennzeichnet sein. Von Personen, die Finanzanalysen erstellen oder weitergeben, wird ein hohes Maß an Objektivität und Integrität gefordert. Diese allgemeine Anforderung an Finanzanalysen und Personen, die Finanzanalysen erstellen oder weitergeben, entspricht den internationalen Standards und Vorgaben, wie sie sich insbesondere auch aus dem „IOSCO Statement of Principles for addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest“ vom 25. September 2003 [28] ergeben.

*Erklärtes Ziel des Rundschreibens* war es, den Marktteilnehmern *mehr Klarheit und Rechtssicherheit* in bezug auf die gesetzlichen Regelungen im BörseG zu geben. Daher schließt auch an die allgemeine Einleitung eine *Festlegung des Adressatenkreises* an. Der Adressatenkreis in § 48f BörseG umfaßt in erster Linie alle natürlichen und juristischen Personen, die in Ausübung ihres Berufes oder im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit für die Erstellung von Finanzanalysen oder deren Weitergabe an die Öffentlichkeit verantwortlich sind, unabhängig davon, wer der Urheber ist (Primär- und Sekundärresearch) und unabhängig davon, ob die auf die Finanzanalyse aufbauende Empfehlung schriftlich oder mündlich erfolgt. In den sehr weiten Adressatenkreis von § 48f BörseG fallen daher ua Kreditinstitute, Wertpapierdienstleistungsunternehmen, selb-

ständige Finanzanalysten, Emittenten oder natürliche Personen, die im Rahmen eines Arbeitsvertrages bei einem in § 48f BörseG angeführten Unternehmen beschäftigt sind [29].

Nachdem im § 48f BörseG sehr viele Begriffsbestimmungen enthalten sind, welche sich teilweise überschneiden, und für die jeweiligen Adressaten die anwendbaren Regelungen schwer abzuleiten sind, enthält das Rundschreiben auch eine *Definition der Finanzanalyse* im Sinne des § 48f BörseG, die großteils auf dem Gesetzestext basiert, aber für den Adressaten in leichter verständlicher Form die anwendbaren Normen wiedergibt. Klaren Mehrwert zum Gesetzestext bieten die anschaulichen Beispiele, wann von der „Weitergabe einer Finanzanalyse“ zu sprechen ist bzw wann eine Finanzanalyse „für die Öffentlichkeit“ bestimmt ist.

Die Auslegung des Begriffs der Finanzanalyse gemäß § 48f BörseG ergibt, daß in Österreich unter *Finanzanalyse iSd § 48f BörseG* eine Information über Finanzinstrumente iSd § 48a Abs 1 Z 3 BörseG oder deren Emittenten, die von Personen im Rahmen ihrer Berufs- oder Geschäftstätigkeit erstellt oder weitergegeben wird und die direkt oder indirekt eine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung darstellt und für die Öffentlichkeit bestimmt ist, zu verstehen ist. Eine *direkte Empfehlung* umfaßt ein Anlageurteil und ist das Ergebnis der Finanzanalyse in bezug auf ein oder mehrere Finanzinstrumente oder Emittenten von Finanzinstrumenten, einschließlich einer aktuellen oder künftigen Beurteilung des Wertes oder Kurses solcher Instrumente (zB „kaufen“, „halten“ oder „verkaufen“). Eine *indirekte Empfehlung* enthält dagegen kein explizites Anlageurteil, stellt aber eine Basis dar, auf der ein verständiger Anleger eine Anlageempfehlung zu einem Finanzinstrument für sich selbst ableiten kann (zB Nennung bestimmter Kursziele wie „die Aktie ist über- bzw unterbewertet“, „Outperformer“, „Tip des Tages“, „Bullische Aktien“).

Nachdem der Begriff Empfehlung immer auch in Zusammenhang mit der Beratung über die Veranlagung von Kundenvermögen im Sinne des § 1 Abs 1 Z 19 a BWG verwendet wird, war es der FMA ein Anliegen, die unterschiedlichen Kriterien der beiden Begriffe herauszuarbeiten. Dies deshalb, um in Hinblick auf die Anwendbarkeit der Nor-

men mehr Rechtssicherheit unter den Marktteilnehmern zu schaffen.

Abgerundet wird die Festlegung des Begriffes der Finanzanalyse durch eine beispielhafte Aufzählung, welche Mitteilungen bzw Informationen *nicht* unter die Finanzanalyse fallen. Beispiele hierfür sind hier eine bloße Marketing-Mitteilung, die keine Empfehlung iSd RL 2004/39/EG beinhaltet (zB Werbe- und sonstiges Informationsmaterial zur Vertriebsunterstützung), eine Ad-hoc-Mitteilung iSd BörseG, ein Börseprospekt iSd BörseG, ein Prospekt iSd Kapitalmarktgesetzes (KMG), die Abbildung eines Kurscharts, eine reine Produktbeschreibung sowie bloße Risikoaufklärungen zu Produkten, uam.

Nachdem sich ein Großteil der neuen Bestimmungen im BörseG mit dem Themenbereich „Interessenkonflikte“ beschäftigt, erschien es auch notwendig, sich im Rahmen des Rundschreibens mit einigen Fragestellungen in diesem Zusammenhang auseinanderzusetzen. In Zusammenhang mit der Verpflichtung zur Offenlegung von Interessenkonflikten iSd § 48f BörseG wird klargestellt, daß von der Verpflichtung zur Offenlegung aktueller oder potentieller Interessenkonflikte nicht nur schriftliche Empfehlungen, sondern aufgrund des besonderen Vertrauensschutzes auch *mündliche Empfehlungen* umfaßt sind. Die betreffenden Offenlegungen müssen vollständig und klar, präzise, genau sowie an hervorgehobener Stelle sein und rechtzeitig erfolgen. *Auf Unternehmensebene sollte dabei eine schriftliche Richtlinie („Policy“) zur allgemeinen Regelung von Interessenkonflikten definiert werden.*

Ein weiterer Bereich beschäftigt sich mit den *öffentlichen Auftritten* und die in diesem Zusammenhang zu beachtenden Verpflichtungen. Bei öffentlichen Auftritten (zB Fernsehen, Radio, Interviews) erfordern die Offenlegungspflichten, daß die Person, welche die Finanzanalyse durchführt/durchgeführt hat, bzw das Unternehmen, für das die jeweilige Person tätig ist, die veröffentlichungspflichtigen Angaben iSd § 48f BörseG dem betreffenden Medium gegenüber im vorhinein zur Verfügung stellt. Dabei hat sich die betreffende Person insbesondere in einem angemessenen Rahmen darum zu bemühen, daß Interessenkonflikte in dem jeweiligen Beitrag oder Interview offengelegt werden. Als *Bemühen in einem angemessenen Rahmen* wird in diesem Zusammenhang beispielsweise der *Abschluß einer Vereinbarung,*

[28] IOSCO Public Document 150, abrufbar unter <http://www.iosco.org/library/index.cfm?currentPage=6&section=pubdocs&year=none&rows=10>.

[29] Hinsichtlich der Ausnahmemöglichkeit für Medienmitarbeiter im Falle einer gleichwertigen angemessenen Regelung siehe Kapitel 2.1. Zur Abgrenzung von Journali-

sten und Finanzanalysten im Falle von Empfehlungen siehe jüngst *Oppitz*, ÖBA 2005, 459 ff.

in der das Verhältnis zwischen dem „Ersteller“ von Finanzanalysen und dem betreffenden Medienunternehmen, welches die Finanzanalysen publiziert, geregelt wird, angesehen. Im Interesse eines transparenten Kapitalmarktes verpflichtet sich das Medienunternehmen dabei grundsätzlich zur Einhaltung spezifischer Vorgangsweisen bei der Publikation oder sonstigen Weitergabe von Finanzanalysen. Diesbezüglich verweist die FMA ua auf die *Mustervereinbarung der ÖVFA zur Wahrung börsengesetzlicher Verpflichtungen bei der Publikation von Wertpapieranalysen und Empfehlungen* [30].

Aufgezeigt werden im Rundschreiben auch zusätzliche Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten. In diesem Zusammenhang bieten sich in größeren Unternehmen zB Gehalts- und Bonusstrukturen an, welche die finanzielle Unabhängigkeit der Analyseabteilung von den anderen Investment-Banking-Abteilungen gewährleisten. Unabhängig von der Größenordnung müssen Unternehmen *jedlichen Abhängigkeitsverhältnis* der Personen, die Finanzanalysen erstellen, *von den jeweiligen Auftraggebern* bei der Gestaltung ihrer Gehaltsstrukturen vermeiden. Leistungsabhängige Entlohnungssysteme dürfen Personen, die Finanzanalysen erstellen oder weitergeben, nicht den Anreiz verschaffen, besonders positiv gestimmte Meinungen abzugeben, um dadurch neue Kunden anzuziehen. Hinsichtlich der Entlohnung von Finanzanalysten sollte daher generell eine *schriftliche, unternehmensspezifische und geschäftsunabhängige Richtlinie* („Policy“) definiert werden.

Abschließend wird auch klargestellt, was üblicherweise unter dem Begriff *„Investment-Banking-Dienstleistungen“* zu verstehen ist. Dieser Begriff wird im BörseG verwendet, aber dort nicht näher ausgeführt. Nach Rücksprache und Konsultation mit den Marktteilnehmern ist die FMA zu dem Ergebnis gekommen, daß als Investment-Banking-Dienstleistungen iSd § 48f Abs 6 BörseG üblicherweise die Tätigkeiten Handel (Trading), Verkauf (Sales), Emissionsgeschäft (Capital Markets), M&A-Geschäfte sowie Finanzanalyse (Research) zu verstehen sind. Bei größeren Unternehmen ist jedenfalls eine strukturelle Trennung der Analyseabteilung von den anderen Investment-Banking-Abteilungen erforderlich.

Sollten allfällige – derzeit noch nicht abschätzbare – Entwicklungen auf europäischer Ebene eine Anpassung bzw. eine Ergänzung der vorliegenden Rechtsansicht erforderlich machen, so wird die FMA den Weg wählen, das Rundschreiben nach bewährtem Dialog mit der Praxis entsprechend zu adaptieren und den Markt darüber zu informieren.

#### 4. „Österreichische Analysestandards“ als Marktstandard

Die zur MAD ergangene Durchführungs-Richtlinie RL 2003/125 erwähnt die Selbstkontrolle (oder Selbstregulierung) in Art 1 Z 8 als zulässige angemessene Regelung. Dies wird auch in § 48f Abs 1 Z 8 BörseG ausgesprochen. Nun haben sich im Laufe der Zeit gewisse Standards für die Erstellung von Unternehmens- bzw. Wertpapieranalysen herausgebildet. *Berufsvereinigungen für Finanzanalysten*, wie etwa die ÖVFA in Österreich oder die DVFA in Deutschland, mit 21 weiteren Finanzanalystenvereinigungen zur EFFAS, dem Europäischen Dachverband der europäischen Analystenvereinigungen, zusammengeschlossen, haben kontinuierlich zur Weiterentwicklung solcher *berufsständischer Standards* beigetragen, die den Status von Marktstandards erreicht haben. Auf die Selbstregulierung geht nicht nur CESR [31] ein, auch IOSCO bezieht sich auf solche *Marktstandards* in ihrem Papier zu Interessenkonflikten bei Finanzanalysen [32], wenn sie festhält, daß verbindliche Maßnahmen zur Regelung von Finanzanalysen und allfälligen Interessenkonflikten auch durch SROs (Self Regulatory Organisations) bzw. durch Berufsstandards dargestellt werden können, wenn sie verpflichtend angewendet und durchgesetzt werden [33].

Die seit über 30 Jahren bestehende Standesvereinigung ÖVFA hat die Neuregelungen der MAD zum Anlaß genommen, gemeinsam mit der ASIP die informell bestehenden Marktstandards zur Finanzanalyse zu kodifizieren [34]. *Dabei wurde das Konzept verfolgt, nicht nur die fachlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse in den „Mindeststandards“ festzuschreiben, sondern auch für die ethisch-moralischen Anforderungen an Finanzanalysten die Grundsätze ordnungsmäßiger Finanzanalyse zu formu-*

*lieren.* Beide Regelwerke wurden zusammengefaßt in einem Dokument „Österreichische Analysegrundsätze“. Eben diese „Österreichischen Analysegrundsätze“ wurden – wie oben erwähnt – von der FMA in deren Rundschreiben zu Finanzanalyse vom 4. 5. 2005 als Marktstandard in Österreich anerkannt. Ein unschätzbare Vorteil der „Österreichischen Analysegrundsätze“ liegt im Umstand, daß sie sich als Marktstandard laufend weiterentwickeln und daß vor allem die ÖVFA-Mindeststandards sehr leicht und informell angepaßt werden können und daher immer den state of the art repräsentieren.

##### 4.1. Die „Grundsätze ordnungsmäßiger Finanzanalyse“

Die Grundsätze ordnungsmäßiger Finanzanalyse – in der Folge kurz GoFA – stellen sozusagen die „10 Gebote“ der Finanzanalyse dar. Im Sinne der Rechterhaltung des Anlegervertrauens normieren sie *ethisch-moralische Standards*, die im folgenden kurz zusammengefaßt seien:

- ◆ Im Sinne der Vorbeugung gegen Informationsmißbrauch bildet jener Bereich eines Finanzdienstleistungsunternehmens, in dem die Analyse von Finanzinstrumenten vorgenommen wird, einen *Vertraulichkeitsbereich* im Sinne des österreichischen Standard Compliance Codes. Damit ist hier für die Einhaltung von Chinese Walls gesorgt.
- ◆ Finanzanalysten müssen in der Durchführung ihrer Recherchen, vor allem aber der Erstellung ihrer Analysen zu Emittenten oder Finanzinstrumenten *absolut unabhängig* sein. Dies gilt vor allem für unselbständig beschäftigte Finanzanalysten. Daher darf es *von außerhalb des Vertraulichkeitsbereiches keine meinungsbildenden oder sachlich unbegründeten Weisungen* geben [35]. Innerhalb des Vertraulichkeitsbereiches kann und muß es selbstverständlich eine Hierarchie und damit auch fachliche Weisungen geben. Die Unabhängigkeit der Finanzanalyseabteilung kommt auch dadurch zum Ausdruck, daß der letztverantwortliche Leiter einer Finanzanalyseseinheit unmittelbar einem Vorstandsmitglied untersteht.

[30] Die Mustervereinbarung ist abzurufen unter [www.ovfa.at](http://www.ovfa.at).

[31] Consultation Paper 02.089b „CESR’s Advice on possible Level 2 Implementation Measures for the proposed Market Abuse Directive“, July 2002, Tz 94.

[32] IOSCO PD 152, Chapter II Princi-

ples, 4.

[33] PD 152, 4 spricht von „strictly applied and enforced“.

[34] Diese Arbeit wurde von der Arbeitsgruppe „Ethik“ der ÖVFA in Abstimmung mit der FMA durchgeführt. Besonderer Dank gebührt an dieser Stelle Herrn Mag. Günther

Artner CFA (Erste Bank), Herrn Mag. Paul Severin CEFA (Capital Invest) und Frau Mag. Claudia Vince-Bsteh CEFA (Raiffeisen Centro Bank).

[35] Selbstverständlich darf es auch innerhalb des Vertraulichkeitsbereiches keine sachlich unbegründeten Weisungen geben.

- ◆ In engem Zusammenhang mit der Unabhängigkeit steht auch der Grundsatz, daß die *Entlohnung* eines Finanzanalysten *auf keinen Fall vom Ergebnis der Investmentbanking-Einheiten abhängen* darf. Für den Fall leistungsabhängiger Komponenten der Entlohnung sind diese an Faktoren wie „Qualität der Analysetätigkeit“, „Treffsicherheit der Empfehlungen“ und der „Klarheit der Darstellung“ zu messen.
- ◆ Unabhängigkeit und Objektivität sind Grundvoraussetzung für qualitativ hochwertige Finanzanalysen, die das Investorenvertrauen rechtfertigen. Daher haben Finanzanalysten ihre Aufgaben mit einem *Höchstmaß an Unabhängigkeit und Objektivität sowie nach bestem Wissen und Gewissen* durchzuführen. Die Einhaltung des Erfordernisses strenger Sachlichkeit und Unvoreingenommenheit wird durch die Forderung unterstützt, daß sich *ein Finanzanalyst jeglicher Weisung zu widersetzen hat, welche diesen Grundsätzen widerspricht*. Im übrigen haben sich Finanzanalysten dem Ethikkodex einer berufsständischen Vereinigung zu unterwerfen.
- ◆ Die Bedeutung von Finanzanalysen für das Anlageverhalten von Kunden ist oben bereits angesprochen worden. Daher weisen die GoFA nochmals ausdrücklich daraufhin, daß die *Einhaltung* der gesetzlichen Vorschriften zur Vermeidung und Offenlegung von Interessenkonflikten zu den *Berufspflichten* zählt.
- ◆ Ebenfalls im Sinne des Kundeninteresses liegt der Grundsatz der *Transparenz*. Dieser besagt, daß sämtliche Grundlagen zur Erstellung einer Finanzanalyse sowie die verwendeten Bewertungsmethoden in der Analyse anzugeben sind. Im Sinne der besseren Verständlichkeit (wenn etwa die Offenlegung die Analyse längenmäßig übersteigt), kann ein *Hinweis auf die Website* des analysierenden Finanzdienstleisters erfolgen, auf der dann diese Informationen für interessierte Anleger leicht zu finden sind. Dabei sind auch allfällige Interessenkonflikte gleich offenzulegen. Grundsätzlich ist in einer Finanzanalyse darauf hinzuweisen, daß die *Analyse auf Basis der Österreichischen Analysegrundsätze* erfolgt ist.
- ◆ Unter Berücksichtigung der Verantwortung, die Finanzanalysten für das Investorenpublikum tragen, sind die Aufgaben seitens der Finanzanalysten mit einem *Höchstmaß an Professionalität* auszuführen. Dazu ist *Praxiserfahrung und ausreichende Fachkompetenz* erforderlich. Letztere kann durch einschlägige Fachausbildung

gen erworben werden, die zu international anerkannten Graduierungen (CEFA, CIIA, CFA) führen. Dringend angeraten ist auch die Zugehörigkeit zu einer berufsständischen Vereinigung, wie sie etwa die ÖVFA darstellt. Dieser Grundsatz ist als berufsständische Pflicht von jedem Finanzanalysten eigenverantwortlich wahrzunehmen.

- ◆ Was die *Informationen* betrifft, auf denen die Finanzanalyse beruht, so dürfen nur aktuelle und qualitativ möglichst hochwertige Informationen Verwendung finden. Diese sind umfassend und sorgfältig zu ermitteln, wobei alle wesentlichen Einflußfaktoren abgedeckt sein sollen.
- ◆ Finanzanalysen können per se keine sicheren Voraussagen, sondern nur plausibel sein. Was hingegen unbedingt richtig sein muß, ist die Methodik: Finanzanalysen müssen im Grundsatz fehlerfrei sein und nach anerkannten Methoden der Finanzanalyse durchgeführt werden. Daher ist die Beachtung der einschlägigen Marktstandards, wie etwa die gleich unten zu behandelnden ÖVFA-Mindeststandards für Finanzanalysen, unabdingbar!
- ◆ Zu guter Letzt empfehlen die GoFA grundsätzlich, daß Finanzanalysten keine Finanzinstrumente der von ihnen betreuten Unternehmen halten. Es soll aber nicht grundsätzlich für Finanzanalysten unmöglich sein, Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen. Sollten daher doch betreute Finanzinstrumente gehalten bzw. gehandelt werden, so ist dieser Umstand offenzulegen. Ansonsten richten sich Eigengeschäfte von Finanzanalysten in von diesen betreuten Finanzinstrumenten nach dem Standard Compliance Code der österreichischen Kreditwirtschaft, vor allem aber nach den darin enthaltenen Richtlinien für Mitarbeitergeschäfte. Jedes Kreditinstitut kann aber strengere Regelungen für seine Mitarbeiter vorsehen.

Bereits diese kurze Wiedergabe der GoFA verdeutlicht wohl recht anschaulich, daß die *GoFA ein ausgefeiltes ethisch-moralisches Regelwerk* darstellen, das *modernen Anforderungen an Investorenschutz und Transparenz* genügt.

#### 4.2. Die „ÖVFA-Mindeststandards für Finanzanalysen“

Zu wiederholten Malen ist in diesem Beitrag auf die fachlichen Anforderungen für eine Finanzanalyse hingewiesen worden. Die ÖVFA-Mindeststandards regeln primär den *Prozeß einer Finanz-*

*analyse* und stellen *Mindestanforderungen an die Inhalte verschiedener Analyseprodukte*. Es ist hier nicht der Platz, die Bestimmungen der viele Seiten umfassenden Mindeststandards im Detail zu kommentieren. Es sei aber zum besseren Verständnis darauf hingewiesen, daß Punkt 1. die Begriffe „Finanzanalyse“ und „Empfehlung“ definiert, weiters festlegt, was unter Primär- und Sekundäranalyse zu verstehen ist, und vor allem festhält, daß Finanzanalysten bei der Ausgestaltung ihrer Analysen völlig frei sind, sofern sie nur die Mindeststandards erfüllen. Noch einmal: *Wichtig sind der richtige Prozeß der Analyseerstellung und die Korrektheit der verwendeten Methoden*. Die Richtlinien sind Standesregeln und haben als solche keine direkten Auswirkungen auf das zivilrechtliche Verhältnis zwischen Finanzanalyst und Kunde bzw. zwischen ersterem und Arbeitgeber. Sie stellen jedoch einen *gewichtigen Anhaltspunkt bei der Interpretation der Sorgfaltspflichten* von Finanzanalysten bzw. von Analyseunternehmen dar.

Punkt 2. stellt *allgemeine Anforderungen* an eine Finanzanalyse, wie Transparenz und Offenlegung, Organisation zur Vermeidung von Interessenkonflikten, Qualitätsmanagement, Hinweis auf fremde Quellen und Disclaimer sowie die Dokumentationspflicht.

Punkt 3. selbst widmet sich *inhaltlichen und methodischen Mindestanforderungen* an eine Finanzanalyse, wobei hier auch nach Analyseprodukten zu unterscheiden ist. Breiten Raum nehmen naturgemäß die Bewertungsmethoden ein sowie Fragen zur Fundamentalanalyse und dem zugehörigen Prognosemodell. Auch die Frage der Anlageempfehlung wird näher diskutiert.

Punkt 4. nennt die *verschiedenen Analyseprodukte*, wie sie derzeit in Österreich gängig sind. Abgerundet werden die Mindeststandards durch eine tabellarische Übersicht, welche Inhalte bei welchem Analyseprodukt zwingend enthalten sein müssen.

Damit hat die Praxis ein übersichtliches Werk an der Hand, das auf alle methodischen und prozeduralen Fragen der Finanzanalyse Antwort gibt und damit sowohl für Finanzanalysten selbst als auch für Investoren ein unverzichtbarer Leitfaden ist.

#### 4.3. Anerkennung durch Marktteilnehmer

Die ausgefeiltesten Regelwerke sind relativ wertlos, wenn sie vom Markt nicht anerkannt werden. Bei den „*Österreichischen Analysegrundsätzen*“ ist das keineswegs der Fall. Abgesehen, daß es sich hier um die tatsächlichen Marktstandards handelt, ist das erwähnte Regel-

werk aufgrund der Tatsache, daß es *integraler Bestandteil der ÖVFA-Statuten* ist, für alle Mitglieder der ÖVFA bindend. Auch die ASIP anerkennt vollinhaltlich die „Österreichischen Analysegrundsätze“. Damit ist eine *hundertprozentige Marktakzeptanz* gegeben, noch dazu *auffreiwilliger Basis!*

## 5. Österreichisches Konzept als Vorbild für europäische Regelungen?

Das österreichische Regelungs- und Aufsichtskonzept beruht auf einer *dreistufigen Konzeption*: Neben den (1) gesetzlichen Regelungen – die ja für alle Mitgliedstaaten der EU ident sind – gibt es (2) ein Rundschreiben der Aufsicht, welches neben gesetzlichen Klarstellungen auch (3) die allgemeinen Analysegrundsätze als Marktstandard anerkennt. Weiters gibt es noch für jeden Anwender die Möglichkeit, spezifische ethische Regeln oder besser gesagt Standesregeln hinzuzufügen. Damit ist *größtmögliche Flexibilität* gewährleistet, nicht nur innerhalb eines Landes, sondern *auch grenzüberschreitend*. Denken wir doch nur daran, daß österreichische Kreditinstitute auch in Zentral- und Osteuropa tätig sind. Allein dadurch kommen für sehr viele Analysen zentral- und osteuropäischer Unternehmen bzw für die Tätigkeit österreichischer Finanzanalysten mit Ausrichtung CEE die „Österreichischen Analysegrundsätze“ zur Anwendung. Darüber hinaus ist es durchaus denkbar, daß das eine oder andere der CEE-Länder von sich aus dieses Regelungskonzept aufgreift.

Auf jeden Fall scheint die Flexibilität der österreichischen Regelung so praxisnah und damit vorteilhaft, daß dieses Regelungskonzept mit großer Wahrscheinlichkeit *auch in Deutschland* zur Anwendung kommen wird. Die „Deutschen Analysegrundsätze“ entsprechen weitestgehend den österreichischen und werden von DVFA, CFA-Institute Deutschland und BVI getragen. Das BaFin prüft derzeit die Möglichkeit, die „Deutschen

Analysegrundsätze“ ebenso wie die FMA mit Rundschreiben anzuerkennen.

Offensichtlich wurde in Österreich im Zuge der Umsetzung der Analystenbestimmungen der Marktmißbrauchs-Richtlinie mit dem „dreistufigen Modell“ ein *sehr praxistaugliches Modell* gewählt, das auf breiten Konsens am gesamten Markt gestoßen ist. Es stellt sich die naheliegende Frage, ob dieses flexible Regelungsmodell nicht *auch auf europäischer Ebene* zur Anwendung gelangen könnte. Es wäre im Interesse der Investoren, aber auch der europäischen Kapitalmärkte einen Versuch wert! ♦

## Literaturverzeichnis

*CESR*, Consultation Paper 02.089b „CESR's Advice on possible Level 2 Implementation Measures for the proposed Market Abuse Directive“, July 2002.

*Filzmoser*, Haben Verhaltensregeln von Wirtschaftskammern Ordnungscharakter? – Am Beispiel Compliance-Code und Sorgfaltspflichterklärung des österreichischen Bankwesens, ÖBA 1994, 437.

*FMA*, Rundschreiben zu Finanzanalyse im Zusammenhang mit der Auslegung von § 48f Börsegesetz (BörseG) vom 4. 5. 2005, abrufbar unter [www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at).

*Forum Group*, Financial Analysts: Best practices in an integrated European financial market. Recommendations from the Forum Group to the European Commission services, 4. September 2004.

*IOSCO*, Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest, Public Document 150, 25. September 2003, abrufbar unter <http://www.iosco.org>.

*IOSCO*, Report on Analyst Conflicts of Interest, Public Document 152, September 2003, abrufbar unter <http://www.iosco.org>.

*Karpf*, Der Lamfalussy-Prozeß – Bestandsaufnahme und Ausblick, ÖBA 2005, 573.

*Knobl*, Die Wohlverhaltensregeln der §§ 11 bis 18 des österreichischen Wertpapieraufsichtsgesetzes – Teil 1, ÖBA 1997, 3.

*Oppitz*, Noch Journalist oder schon Analyst? – Zu den Tücken einer „Empfehlung“ nach der Börsegesetznovelle 2004, ÖBA 2005, 459.

*Oppitz / Stillfried*, Ist der Standard Compliance Code der österreichischen Banken eine Verordnung?, ÖBA 1995, 507.

*ÖVFA*, Österreichische Analysegrundsätze, abrufbar unter [www.ovfa.at](http://www.ovfa.at).

*ÖVFA*, Mustervereinbarung zur Wahrung börsengesetzlicher Verpflichtungen bei der Publikation von Wertpapieranalysen und Empfehlungen, abrufbar unter [www.ovfa.at](http://www.ovfa.at)

*Schmies*, Codes of Conduct in der Bankwirtschaft, Zeitschrift für Bankrecht und Bankpolitik 2003, 277.

*Wirtschaftskammer Österreich*, Standard Compliance Code der österreichischen Kreditwirtschaft, abrufbar unter [www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at)

*Wittmann*, Börsegesetz-Novelle 2004 und die Medien, medien und recht 2005, 3.

## Rechtsquellen

Börsegesetznovelle 2004, BGBl I 2004/127 vom 16. November 2004.

Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Jänner 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, ABi EG L 96/16 vom 28. Jänner 2003.

Durchführungsrichtlinie RL 2003/125/EG, ABi EG L339/73 vom 23. Dezember 2004.

Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2001/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG, ABi EG L 145/1 vom 30. April 2004.