

**Rundschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA)
vom 4. Mai 2005**

**Finanzanalyse
im Zusammenhang mit der Auslegung von
§ 48f Börsegesetz (BörseG)**

1. Allgemeines

Das Rundschreiben dient der näheren Auslegung von § 48f Börsegesetz (BörseG), sowie einzelner für die Anwendung von § 48f BörseG in der Praxis besonders wichtiger Begriffe. Bei der Überprüfung der Einhaltung des gesetzes- bzw. marktkonformen Verhaltens eines Unternehmens bezüglich die Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen (hinsichtlich der Definition von Finanzanalyse siehe Pkt. 2.2), wird die Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) im Rahmen der Aufsicht die in weiterer Folge angeführten Grundlagen und Auslegungen, als Basis für ihre Aufsichtstätigkeit heranziehen. Die hier vorgenommenen Auslegungen des Gesetzestextes stehen freiwilligen, über dieses gesetzliche Mindestmaß hinausgehenden Vorkehrungen von Marktteilnehmern, die der Sicherstellung einer sachgerechten Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen dienen, nicht entgegen.

Begleitend zu den verbindlichen gesetzlichen Bestimmungen betreffend Finanzanalysen iSd § 48f BörseG gibt es in diesem Bereich in Österreich folgende, mit der FMA koordinierte, Selbstregulierungswerke:

- „Österreichische Analysegrundsätze“ der Österreichischen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (ÖVFA) und der Austrian Society of Investment Professionals (ASIP), die u.a. Grundsätze ordnungsgemäßer Finanzanalyse (GoFA) und Mindeststandards für Finanzanalysen (Mindeststandards) enthalten,
- „Standard Compliance Code der österreichischen Kreditwirtschaft (SCC - in der jeweils geltenden Fassung)“



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 ergeben.

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. So sieht Anhang 1 Abschnitt B, 5. Unterpunkt der MiFID vor, dass die Wertpapier- und Finanzanalyse oder sonstige Formen allgemeiner Empfehlungen, die Geschäfte mit Finanzinstrumenten betreffen, nach Umsetzung der RL eine (Wertpapier-) Nebendienstleistung sein wird. Im Zuge der nationalen Umsetzung der MiFID können sich daher zusätzliche Auslegungsfragen hinsichtlich der Finanzanalyse ergeben, die das dynamische Umfeld dieses Rechtsgebiets widerspiegeln.

2. Anwendungsbereich

2.1 Adressatenkreis

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 u.a. Kreditinstitute, Wertpapierdienstleistungsunternehmen, selbständige Analysten, Emittenten oder natürliche Personen, die im Rahmen eines Arbeitsvertrages bei einem in § 48f BörseG angeführten Unternehmen beschäftigt sind. Journalisten bzw. Medienmitarbeiter fallen unmittelbar unter den Anwendungsbereich von § 48f BörseG, falls sie nicht einer gleichwertigen angemessenen Regelung, einschließlich einer gleichwertigen angemessenen Selbstkontrolle, unterliegen.

2.2 Definition von Finanzanalyse iSd § 48f BörseG

§ 48f BörseG verwendet den marktüblichen Begriff der Finanzanalyse nicht ausdrücklich. Die Auslegung des Gesetzestextes ergibt allerdings, dass in Österreich unter Finanzanalyse Folgendes zu verstehen ist: Die Finanzanalyse iSd § 48f BörseG ist 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.

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 (z.B. „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 (z.B. Nennung bestimmter Kursziele wie „die Aktie ist über- bzw. unterbewertet“, „Outperformer“, „Tipp des Tages“, „Bullische Aktien“).

Die Weitergabe einer Finanzanalyse iSd § 48f BörseG liegt vor, wenn diese von einer anderen Person als derjenigen, die für die Erstellung der Finanzanalyse verantwortlich ist, zugänglich gemacht wird. Um eine Weitergabe in diesem Sinne handelt es sich bereits dann, wenn die Finanzanalyse iSd § 48f BörseG grundsätzlich dazu bestimmt ist, der Öffentlichkeit zugänglich gemacht zu werden. Auf die Anzahl der Empfänger kommt es dabei nicht an.

Eine Finanzanalyse iSd § 48f BörseG ist für die Öffentlichkeit bestimmt, wenn sie einer großen Anzahl von Personen oder der Allgemeinheit beispielsweise durch E-Mail, E-Mail Verteilerlisten, das Veröffentlichen im Internet oder generell über die Medien (sog. Informationsverbreitungskanäle) zugänglich gemacht wird.

2.3 Abgrenzung der Finanzanalyse iSd § 48f BörseG von der Anlageberatung

Die Finanzanalyse iSd § 48f BörseG ist von der Beratung über die Veranlagung von Kundenvermögen iSd § 1 Abs. 1 Z 19 lit. a Bankwesengesetz (BWG) abzugrenzen. Unter der Beratung über die Veranlagung von Kundenvermögen versteht man die Abgabe von persönlichen Empfehlungen an einen Kunden, die sich auf ein oder mehrere Finanzinstrumente iSd § 2 Z 34 BWG beziehen.



Als persönliche Empfehlung ist in diesem Zusammenhang die Erteilung von Informationen, Einschätzungen, Markterwartungen oder anderer expliziter oder impliziter Empfehlungen über ein spezifisches Finanzinstrument iSd § 2 Z 34 BWG zu verstehen, die vom Anlageberater einer Bewertung hinsichtlich der Eignung für einen bestimmten Kunden zu unterziehen ist und insbesondere auf die individuellen Verhältnisse des Kunden zugeschnitten ist.

2.4 Keine Finanzanalyse iSd § 48f BörseG ist beispielsweise:

- eine bloße Marketing-Mitteilung, die keine Empfehlung iSd RL 2004/39/EG beinhaltet (z.B. 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,
- eine Unternehmensbeschreibung ohne Empfehlung in Hinblick auf eine Anlageentscheidung,
- ein Bericht, der das generelle volkswirtschaftliche oder politische Marktumfeld analysiert und dabei keine Finanzinstrumente empfiehlt,
- die Aufstellung eines Musterdepots, wenn zu den darin enthaltenen Finanzinstrumenten keine Angaben gemacht werden;

3. Interessenkonflikte

3.1 Offenlegung

Interessenkonflikte iSd § 48f BörseG sind jedenfalls offen zu legen, wobei von der Offenlegungspflicht 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 zur allgemeinen Regelung von Interessenkonflikten definiert werden.



3.2 Öffentliche Auftritte

Bei öffentlichen Auftritten (z.B. 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 offen gelegt werden. Als Bemühen in einem angemessenen Rahmen wird in diesem Zusammenhang beispielsweise der Abschluss einer Vereinbarung 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 u.a. auf die Mustervereinbarung der ÖVFA zur Wahrung börsengesetzlicher Verpflichtungen bei der Publikation von Wertpapieranalysen.

Hinsichtlich der Art und Weise der Veröffentlichung ist zwischen den verschiedenen Medien zu differenzieren, wobei in den Fällen der Unverhältnismäßigkeit der Länge der Offenlegung zur Finanzanalyse ein Verweis auf eine Website als ausreichend erachtet wird. Auf dieser Website ist eine detaillierte Information über Tatsachen, die einen Interessenkonflikt begründen können, anzuführen.

3.3 Entlohnung

Als eine zusätzliche Maßnahme zur Vermeidung von Interessenkonflikten bieten sich in größeren Unternehmen Gehalts- und Bonusstrukturen an, welche die finanzielle Unabhängigkeit der Analyseabteilung von den anderen Investment-Banking Abteilungen gewährleisten. Unabhängig von der Größenordnung müssen Unternehmen jegliches 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 definiert werden.



3.4 Investment-Banking-Dienstleistungen

Als Investment-Banking-Dienstleistungen iSd § 48f Abs. 6 BörseG sind üblicherweise die Tätigkeiten Handel (Trading), Verkauf (Sales), Emissionsgeschäft (Capital Markets), M&A Geschäfte sowie Finanzanalyse (Research) zu verstehen. 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 dies umgehend bekannt geben.