

Weltweite Finanzmarktkrise

Die amerikanische Subprime-Krise hat sich zu einem globalen Problem für die Wirtschaftswelt entwickelt. Ein überhitzter, stark durch Fremdkapital finanzierter US-Immobilienmarkt war der Auslöser für astronomische Abschreibungen, für den globalen Abverkauf von Aktien und führte zu einer Bankenkrise mit massiven Auswirkungen für alle Beteiligten des Wirtschaftssystems.

Die grundsätzliche Frage dabei ist, ob man diese Fehlentwicklungen abfedern oder den Kräften des freien Marktes überlassen soll. Konkret: Kann der freie Markt sich selbst heilen oder sind staatliche Eingriffe der derzeit einzig gangbare Weg.

Die Märkte geben derzeit eine klare Antwort, gefragt sind Rettungsmaßnahmen und Regulierungen seitens des Staates. Eine völlig neue Perspektive, der sich auch die Wiener Börse nicht entziehen kann.

Die Welt ist eine andere geworden und Themen wie Inflationsrückgang oder attraktive Bewertungen sind völlig in den Hintergrund gerückt.

Und so geht es bei kurzfristigen Prognosen in Wahrheit derzeit mehr darum, ob und wie schnell Rettungspakete von Regierungen durchgezogen werden können.

Und man muss fairerweise dazu sagen, dass die Tatsache, dass die Regulatoren schnelle Schritte gesetzt haben und kühlen Kopf bewahrt haben, auch ermutigend ist.

Positive Nachrichten von dieser Front sind derzeit die einzige Chance, den Kursverlusten gegenzusteuern.

Dass in späterer Folge Überregulierungen wieder kritisch gesehen werden können, ist wahrscheinlich, derzeit aber kein Thema.

Was wurde bereits angekündigt bzw. realisiert?

Die USA haben einen Rettungsplan mit bis zu USD 700 Mrd. Umfang installiert, bei dem verschiedene Maßnahmen den Markt stabilisieren sollen: 1) Aufkaufen von illiquiden Titeln, 2) Aufweichen der „Mark to Market“ Vorschriften, 3) Anhebung der Einlagensicherung, 4) Steuererleichterungen. Europa hat bereits selektiv Rettungsmaßnahmen durchgeführt (z.B. Fortis, Hypo Real Estate). Deutschland war mit der vollständigen Einlagensicherung für Privatpersonen Vorreiter mit beruhigenden Maßnahmen zur Stabilisierung der Märkte und hat bereits ein von der EU genehmigtes € 500 Mrd. Rettungspaket (Garantien, Kapitalspritzen) beschlossen. Ähnlich wie in den USA sind auch in Europa Veränderungen bei den Bewertungsregeln von illiquiden Assets geplant.

Österreich setzt deutliche Zeichen durch ein Rettungspaket für Banken und Versicherungen. Das € 100 Mrd. Paket soll sich aus Garantien als Liquiditätsstütze sowie aus Eigenkapitalbeteiligungen durch eine „Banken-ÖIAG“ zusammensetzen.

Auswirkung auf die Wiener Börse

Wenn man sich die Indexentwicklung der einzelnen Märkte vom Jahresbeginn anschaut, so ist auffallend, dass Wien mit -59% deutlich schlechter abschneidet als die USA mit -32% im Dow Jones Industrial oder der DAX mit -40%. Generell negativ sind auch die Ostmärkte. Grundsätzlich spürt man hier die stark gesunkene Risikoneigung und natürlich ein Überschwappen der wirtschaftlichen Abschwächung der Exportländer. Wien hat international verglichen einen kleinen Kapitalmarkt und ist deswegen von Abzügen von internationalen Investoren und von seinem starken Exposure für Emerging Mar-



Mag. Birgit Kuras,
Raiffeisen Centro Bank

kets (Russland, Osteuropa) besonders stark vom Abverkauf betroffen.

Zurzeit zählt Sicherheit und damit sind Dividenden, Free Cash Flow und stabile Finanzierungen stärker gefragt denn je. Die Devise „Cash ist fesch“ hat im derzeitigen Umfeld mehr denn je an Attraktivität gewonnen.

Fazit

Aufgrund der Tatsache, dass die Turbulenzen im Finanzsektor bei weitem noch nicht ausgestanden sind und die Angst vor einer Rezession zunimmt, schließen wir ein Testen neuer Tiefstände nicht aus. Entscheidend wird sein, wie der Markt auf die eingeleiteten staatlichen Maßnahmen reagiert und welche weiteren Negativ-Nachrichten den Markt überraschen werden. Ein manisch depressives Stimmungsbild zeichnet sich für die nächste Zeit ab. Sollten die Maßnahmen greifen dann gehen wir im 1. Halbjahr 2009 von einer Beruhigung des Marktes aus und im 2. Halbjahr, dann von einer deutlichen Erholung.

INHALT

Weltweite Finanzmarktkrise . . .	1
Mitgliederversammlung	2
Neues Vorstandsmitglied	3
EFFAS Summerschool	3
ÖVFA Kapitalmarktpreis	3
EFFAS CIC	4
Legale Insidergeschäfte	5
Fachliteratur, Mitglieder.	6

Ordentliche Mitgliederversammlung am 23. September 2008

Am 23. September fand im Palais Pallavicini die Ordentliche Mitgliederversammlung der ÖVFA statt. Wir wollen im Folgenden einen zusammenfassenden Bericht über diese Veranstaltung geben.

Herr Mag. *Paul Severin*, Präsident der ÖVFA, wies in seinem Bericht auf die Bedeutung der ÖVFA als der Interessenvereinigung für heimische Finanzanalysten und Asset Manager hin und hob dabei insbesondere den von der Association of Certified Investment Analysts (ACIIA) akkreditierten Lehrgang und die Beteiligung an der Ausarbeitung von Standards im Kapitalmarktbereich hervor.

Unter den Aktivitäten erwähnte Mag. *Severin* besonders die Verleihung des Börsepreises, über die wir Sie in unserer Sondernummer ausführlich informieren konnten. Im Bereich der Kommunikation mit unseren Mitgliedern nannte Mag. *Severin* den Newsletter als neues Informationsmedium für die ÖVFA-Mitglieder und den Relaunch unserer Homepage.

Auf internationaler Ebene wurde auf die Aktivitäten in der EFFAS und hier vor allem auf die Funktion unseres Vizepräsidenten Mag. *Fritz Mostböck* im EMC verwiesen wurde.

Der ÖVFA-Lehrgang ist die anerkannte Standardausbildung für Analysten und Asset Manager und erfreut sich nach wie vor größter Popularität.

Die ÖVFA hat derzeit 251 ordentliche Mitglieder, 24 Corporate Members und mit den Herren Dr. *Peter Schedling* und Prof. Mag. *Otto Lucius* 2 Ehrenmitglieder. Auch im abgelaufenen Jahr wurde unseren Mitgliedern eine große Zahl von Firmenpräsentationen und Einladungen angeboten.

Die ÖVFA hat beschlossen, einen Kapitalmarktpreis auszuschreiben, über den in diesem Newsletter gesondert berichtet wird.

In seinen Ausführungen zum Rechnungsabschluss per 31. 12. 2007 konnte der Kassier Dr. *Edelmann* über ein zufriedenstellendes Ergebnis sowohl im Vereinsbereich als auch im



Generaldirektor Wais im Gespräch mit Präs. Severin und Prof. Uhlir

Lehrgangsbereich berichten. Das Rechnungswesen und die Buchführung sowie der Rechnungsabschluss 2007 wurden von der KPMG WirtschaftsprüfungsgesmbH geprüft und mit dem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehen.

Nach einstimmiger Entlastung des bisherigen Vorstandes wählte die Generalversammlung einstimmig den neuen Vorstand in folgender Zusammensetzung:

Präsident: Mag. *Paul Severin*, CEFA
Vizepräsident: Mag. *Friedrich Mostböck*, CEFA

Dr. *Gerhard Edelmann*
Mag. *Birgit Kuras*
Univ.-Prof. Dr. *Helmut Uhlir*
Gen.-Sek. Mag. *Dietmar Ruper*

Nach dem Ende der Ordentlichen Mitgliederversammlung 2008 fand die feierliche CIIA-Zertifikatsverleihung statt, in deren Rahmen Herr Mag. *Severin* den neuen Lizenzträgern ihre Diplome überreichen konnte.

Im Anschluss an die Mitgliederversammlung und die CIIA-Zertifikatsverleihung hielt Dr. *Anton Wais*, Generaldirektor der Österreichische Post AG, den Festvortrag zum Thema "Die Bedeutung des Kapitalmarkts für die



Weiterentwicklung der Österreichischen Post AG" (<http://www.ovfa.at>). Dr. *Wais* schilderte die dynamische Geschichte des Unternehmens von der Gründung bis zum Börsengang, ging dann eingehend auf die Durchführung des Going Public im Jahre 2006 ein und beleuchtete in beeindruckender Weise die positiven Auswirkungen des Börsengangs vor allem betreffend Transparenz im Unternehmen, Motivation der Mitarbeiter und Produktivität. In der Folge befasste sich Dr. *Wais* mit den Problemen im Zusammenhang mit der für 2011 vorgesehenen vollständigen Liberalisierung und gab zum Abschluss seines Vortrags einen Ausblick für den Rest des Jahres 2008 und für 2009.



Mag. Dietmar Rupa,
Generalsekretär, VÖIG



Mag. *Dietmar Rupa* ist seit 2006 Generalsekretär der Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften. Er ist Mitglied des Board of Directors der European Fund and Asset Management Association (EFAMA).

Nach dem Studium der Rechtswissenschaften und dem Abschluss eines Post-Graduate-Lehrgangs für Rechtsinformatik absolvierte er ein Akademikertraining bei der Ersten Österreichischen Spar-Casse im Kommerz-Finanzierungs-Bereich.

Danach war er als Generalsekretär des Verbandes der österreichischen Landeshypothekenbanken, als geschäftsführendes Vorstandsmitglied der Pfandbriefstelle der österreichischen Landes-Hypothekenbanken, der Hypo-Wohnbaubank AG und der Hypo Kapitalanlage GesmbH tätig.

EFFAS Summerschool 2008

Vom 9. bis 11. Juli 2008 fand die erste EFFAS Summer School statt. Der Einladung in die Santander Financial City bei Madrid folgten weit mehr als 100 Interessenten, Professionals und CIIA Students aus der ganzen Welt, von Argentinien bis Russland.

Schwerpunkt des perfekt durchgeplanten Tagesprogramms waren Workshops, die der Wiederholung und Vertiefung der CIIA-Inhalte gewidmet waren, ergänzt und aufgelockert durch überaus interessante Vorträge und Podiumsdiskussionen zur aktuellen Lage auf den Finanzmärkten.

Das ebenso straff und gut organisierte Freizeitprogramm bot Gelegenheit, Spanien jenseits der (beeindruckenden) Santander Financial City kennen zu lernen, Networking zu betreiben und sich ein wenig dabei zu entspannen (und Madrids Nachtleben zu erkunden).

Es bleibt neben der Erkenntnis, eigentlich im Lehrgang ganz gut vorbereitet worden zu sein und nicht alles wieder vergessen zu haben, auch die Bekanntschaft mit Professionals und Students in ganz Europa, die nach der Summer School dort anknüpfen kann, wo man in Madrid aufgehört hat.

Mag. *Elisabeth Lucius*,
Deloitte FSI Consulting, Wien

ÖVFA Kapitalmarktpreis 2009

Zur Förderung des Wissenstransfers von der kapitalmarktorientierten Forschung in die Praxis schreibt die Österreichische Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management in Zusammenarbeit mit der Austrian Working Group on Banking and Finance (AWG) den ÖVFA-Kapitalmarktpreis aus, der mit insgesamt EUR 10.000,-- dotiert ist.

Prämiert werden ausgezeichnete anwendungs- und umsetzungsbezogene Arbeiten (Habilitationen, Dissertationen und Publikationen in referierten Zeitschriften) über kapitalmarktrelevante Themen mit den Schwerpunkten:

- Volkswirtschaftslehre,
- Corporate Finance,
- Equity and Derivatives Analysis and Valuation,
- Risk Management und Kapitalmarktrecht.

Als Sonderkategorie zeichnet die ÖVFA auch Diplomarbeiten aus den oben genannten Gebieten aus. Die Teilnahmebedingungen sind auf der website der ÖVFA, <http://www.ovfa.at>, zu ersehen.

Die einzureichenden Arbeiten sind an die Geschäftsstelle der ÖVFA zu senden. Die Einreichfrist endet am 31.1.2009.

EFFAS CIC

EFFAS Commission on Intellectual Capital (CIC) was founded in 2006. In 2007 the commission published the EFFAS 'Principles for Effective Communication of Intellectual Capital'.

By *Giampaolo Trasi* and *Alexander G. Welzl*

Introduction

Intangible assets – from staff skills to innovation and customer relations – have become the pivotal drivers of corporate competitiveness and growth in most industries. No news here. Yet their importance is poorly reflected in many companies' internal measurement and management systems, and even less so in today's disclosure and valuation practices (we all know goodwill is out of its depth here).

If this less than full treatment of intellectual capital is continued, the associated adverse effects could be far-reaching:

- Many companies' cost of capital could stay inadequately high, they might fall behind in the war for talent and lose traction with their customers – as they are not able to communicate their true (intangible) strengths to their stakeholders.
- Many investors and lenders risk missing out on potential opportunities, as they lack sufficient information on companies' crucial growth drivers.

Improving corporate valuation - EFFAS CIC's approach

To make the analysis, reporting, and valuation of intellectual capital standard procedure, action is needed on many fronts. ("Intellectual capital" denotes the total of a company's intangible assets contributing to future value creation and performance.) Academia has developed and tested various valuation methods. National governments, the EU and the OECD have developed guidelines for intellectual capital reporting, they have promoted the development of valuation tool kits and the realisation of pilot studies (covering some 150 to 200 companies so far). Corporations in Europe and Asia (including financial services

firms) have started on their own to disclose information on these assets as part of their corporate reporting.

But in order to make company reporting on performance-relevant intangibles truly useful, we as a community of financial professionals have to contribute our expertise and voice our needs. To this end, EFFAS established the Commission on Intellectual Capital (CIC) in late 2006. CIC bundles expertise on intangibles among European analysts and aims to:

- promote the measurement and disclosure of intellectual capital,
- foster the standardisation of intellectual capital disclosure, and
- boost the required expansion of financial analysts' valuation competencies.

As a first visible step, CIC has developed and published ten 'Principles for Effective Communication of Intellectual Capital'. They are meant to ensure the reported information is in line with capital market's demands, ranging from a "clear link to future value creation" to "effective disclosure placement and timing" (<http://www.effas.com/pdf/>

[EFFAS_CIC_web.pdf](#)). Next, CIC aims to develop sets of sector-specific key performance indicators of crucial intangibles. They are meant to ignite collaborative further development with all relevant stakeholders, including disclosing companies and standard setters.

Global collaboration

With an EFFAS-lecture in the MBA program on 'Accounting and financial Communication' in April 2008 the commission has started a collaboration with Harvard Business School (http://www.hbs.edu/units/am/pdf/HBS_AGW_final_090408.pdf).

To join forces on a global scale in promoting and enhancing intellectual capital disclosure, EFFAS CIC actively supports the "World Intellectual Capital Initiative" (WICI) as a founding member (<http://worldici.com/>). In cooperation with Microsoft Corporation, American Institute of Certified Public Accountants, OECD, Japanese Ministry of Economy, Trade and Industry, Grant Thornton LLP, PWC and others a common voluntary global framework for measuring and reporting on intellectual capital will be developed.



Giampaolo Trasi, EFFAS CIC Chairman, and Alexander G. Welzl, EFFAS CIC European Coordinator presenting the EFFAS CIC 'Principles'

Giampaolo Trasi (EFFAS CIC Chairman) and Alexander G. Welzl (EFFAS CIC European Coordinator) are representing EFFAS in this initiative.

EFFAS CIC also appreciates and supports current steps of the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) regarding improvements in corporate disclosure.

The reporting and valuation of intellectual capital will not be standard procedure within a couple of months, however committed the efforts. But we have to tackle this pivotal challenge now if we want to stay competitive in the

knowledge economy – which is all around us already.

EFFAS CIC Structure and Organisation

CIC Chairman
Giampaolo Trasi
Chairman of EFFAS EMC

CIC European Coordinator
Alexander G. Welzl, ÖVFA, Austria

Members and Corresponding Members as of June, 2008:
Antoine Colonna (Merrill Lynch),

Andrea Gasperini (Associazione Italiana degli Analisti Finanziari), Teresa Gil (Instituto Español de Analisis Financieros), Ralf Frank (DVFA), Jan Hofmann (Deutsche Bank), Erwin Houbrechts (PricewaterhouseCoopers), Michael Kimbrough (Harvard Business School), Stefano Zambon (University of Ferrara), Jean-Philippe Desmartin (Oddo Securities)

Further Information

Further information about goals, current activities and results of EFFAS CIC may be found on the EFFAS website: <http://www.effas.com/en/cic.htm>

Marktreaktion auf die Veröffentlichung von legalen Insidergeschäften

Wolfgang Aussenegg / Robert Ranzi
TU-Wien, Bereich Finanzwirtschaft und Controlling

Das reibungslose Funktionieren von Finanzmärkten ist weitgehend vom Vertrauen der Anleger abhängig. Dieses Vertrauen beruht unter anderem in der Zusicherung, dass alle Anleger gleichgestellt sind und vor unrechtmäßiger Verwendung von Insider-Informationen geschützt werden. Die EU-Marktmissbrauchsrichtlinie (2003/6/EG) definiert dazu Insider als Personen mit Führungsaufgaben in einem Unternehmen und Insiderinformationen als private Informationen über ein börsennotiertes Unternehmen, die, wenn sie bekannt wären, einen relevanten Einfluss auf den Aktienkurs des Unternehmens hätten. Das Ausnutzen von Insider-Informationen wird durch die Richtlinie ausdrücklich verboten, grundsätzlich erlaubt bleiben jedoch Transaktionen durch Personen mit Führungsaufgaben, die nicht durch Insiderinformationen ausgelöst werden. Diese legalen Insidertransaktionen müssen aber im Sinne erhöhter Transparenz der Öffentlichkeit innerhalb kurzer Fristen bekanntgegeben werden.

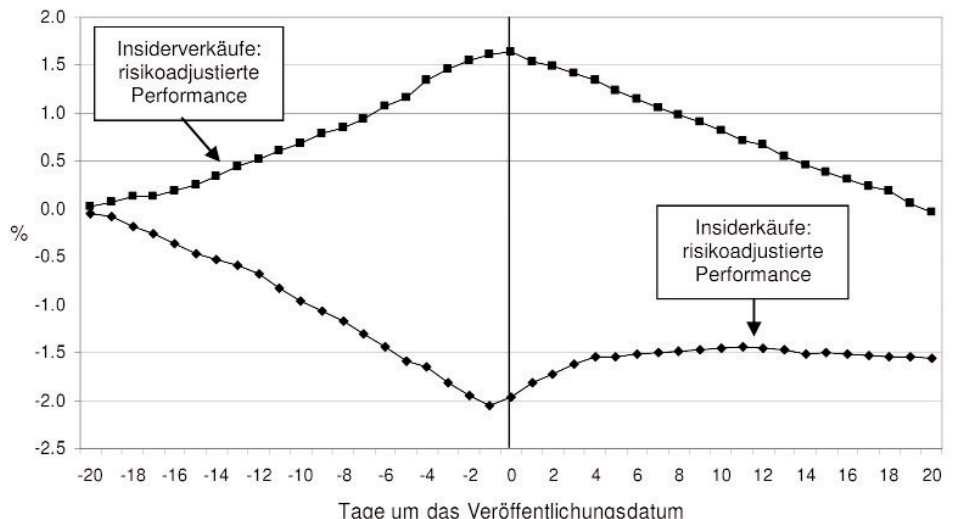
öffentlichung legaler Insidergeschäfte wertvolle Informationen für Anleger darstellen. Dies ist der Ausgangspunkt einer Studie, welche die Marktreaktion auf derartige Veröffentlichungen untersucht. Damit liegen erstmals die Ergebnisse einer länderübergreifenden europäischen Untersuchung zum Thema Insiderhandel vor.

Die betrachteten Länder sind Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande, Österreich sowie das Nicht-EU-Mitglied Schweiz. Die Studie untersucht 16.388 Meldungen (8.649

Kauf- und 7.739 Verkaufstransaktionen) über legale Insidertransaktionen in 1.242 Unternehmen mit einem Gesamtvolumen von 43.25 Mrd. EUR. Die Daten wurden in den online verfügbaren Datenbanken der nationalen Aufsichtsbehörden gesammelt und umfassen den Zeitraum von Juli 2002 bis Dezember 2007.

Market-Timing und Marktreaktion

Die Studie zeigt, dass Insider in Europa nach Kursrückgängen kaufen und nach Kursanstiegen verkaufen. Die



Kumulierte abnormale Rendite in %, jeweils 20 Handelstage vor und nach der Veröffentlichung legaler Insidertransaktionen (8.649 Kauf- und 7.739 Verkaufstransaktionen, 1.242 Unternehmen, 07/2002 - 12/2007).

Legaler Insiderhandel

Wie in der Marktmissbrauchsrichtlinie explizit festgestellt wird, kann die Ver-

risikoadjustierte Performance in den zwanzig Handelstagen vor der Veröffentlichung beträgt bei Insiderverkäufen +1,61 % und bei Insiderkäufen -2,05%. Die Abbildung unterstreicht die Timing-Fähigkeit von Insidern, indem sie zeigt, dass das Ende des gegenläufigen Trends mit der Veröffentlichung der Transaktionen zusammenfällt. Sie verdeutlicht darüber hinaus, dass die Marktteilnehmer den legalen Insidertransaktionen Informationswert beimessen und auf deren Veröffentlichung reagieren. In den zwanzig Handelstagen nach der Veröffentlichung ist bei Insiderverkäufen eine risikoadjustierte Performance von -1,67 % und bei Insiderkäufen von +0,40 % zu beobachten.

Die Analyse zeigt unter anderem, dass die Unternehmensgröße einen Einfluss auf die Höhe der Marktreaktion hat und dass diese im Zeitablauf abnimmt. Ein weiterer Befund ist, dass die beobachteten Effekte fast zur

Gänze den drei Ländern mit deutschem Rechtssystem (Deutschland, Österreich, Schweiz) zuzurechnen sind, wohingegen die Effekte in den betrachteten Ländern mit französischem Rechtssystem (Belgien, Frankreich, Italien, Niederlande) nicht vorhanden oder nicht stark ausgeprägt sind.

Insgesamt lässt sich als Ergebnis der Studie festhalten, dass erstens Insider über Market-Timing-Fähigkeiten verfügen und zweitens, dass die Anleger bei Insidern private Informationen über den Unternehmenswert vermuten und auf die Veröffentlichung von Insidertransaktionen reagieren, wobei die Höhe der Marktreaktion von verschiedenen Faktoren abhängt.

Die gesamte Studie mit allen Details ist kostenlos auf folgender Internetseite abrufbar (45 Seiten): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1265772

Fachliteratur

In Heft 8/2008, S. 559 ff. des ÖBA ist der angekündigte Beitrag von Dipl.-Kfm. *Hannes Dücker* und Prof. Dr. *Alfred Wagenhofer*, beide Uni Graz, mit dem Titel „Entwicklung der Genauigkeit von Analystenprognosen am österreichischen Kapitalmarkt“ erschienen. Der Beitrag kann auch in den Datenbanken RDB, LexisNexis Online und RIDA bzw. FinEcon in elektronischer Form abgerufen werden.

In Kürze erscheint im ÖBA ein Beitrag von *Johannes Korp* zum Thema

„Director’s Transactions on the Austrian Stock Market“.

Ende Oktober erscheint ein ganz aktueller Kommentar zum österreichischen Investmentfondsgesetz. Dieser sicher umfangreichste Kommentar wird herausgegeben von *Heinz Macher*, *Dieter Buchberger*, *Susanne Kalss* und *Martin Oppitz* und behandelt nicht nur rechtliche, sondern auch steuerliche Zweifelsfragen im Zusammenhang mit dem InvFG. Der Kommentar wird im Fachbuchhandel unter der ISBN 978-3-85136-088-2 zum Preis von EUR 169,- erhältlich sein.

Neue Mitglieder

Mag. *Franz Adler*, CRM,
Innovest KAG

Mag. *Jürgen Auer*,
RLB NÖ-Wien AG

Mario Kaudela,
Volksbank Invest KAG

Nina Kukic,
Raiffeisen Zentralbank Österreich AG

Manfred Lee,
Volksbank Invest KAG

Helmut Leopold, BBA,
Privat (Bank Medici AG)

Bernadette Mandl,
Capital Bank – Grawe Gruppe AG

Mag. *Bernd Maurer*,
Raiffeisen Centrobank AG

Stefan Wonisch,
Capital Bank – GRAWE Gruppe AG

IMPRESSUM:

Herausgeber: ÖVFA
Verantwortlich:
Dr. Gerhard Edelmann

A-1010 Wien
Eßlinggasse 17/5
T: +43-1-533 50 50
F: +43-1-533 50 50 33
E: office@ovfa.at
I: <http://www.ovfa.at>

ZVR: 386256122
Bundespolizeidirektion Wien

Bezugsbedingungen: Der Newsletter erscheint unregelmäßig und ist ein kostenloser Service für Mitglieder der ÖVFA. Der Bezug ist zu jedem Zeitpunkt kündbar.

Der ÖVFA-Newsletter kann per EMail bestellt und abbestellt werden über: office@ovfa.at

Datenschutz: Die Empfängerdaten werden vertraulich behandelt und in keinem Fall an Dritte weitergegeben.

Haftungsausschluss: Der Inhalt des Newsletters ist nach bestem Wissen und Kenntnisstand erstellt worden. Haftung und Gewähr für die Korrektheit, Vollständigkeit und Qualität der Inhalte sind ausgeschlossen. Die Informationen stellen keine steuerliche oder rechtliche Beratung dar und begründen kein Beratungsverhältnis.