

Nr. 01/06

Deutsche Grundsätze für Finanz-Research



Impressum:

DVFA
Einsteinstraße 5
63303 Dreieich
Tel.: +49 (0)6103 - 58 33-0
Fax: +49 (0)6103 - 58 33-34
Mail: info@dvfa.de
Web: www.dvfa.de

Das Werk einschließlich all seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jegliche Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetz ist ohne Zustimmung der DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Zur Entstehung der Grundsätze

Die Deutschen Grundsätze für Finanz-Research (DGFR) setzen sich zusammen aus einem allgemeinen Teil – den Grundsätzen ordnungsmäßigen Finanz-Researchs (GOFR) – und einem fachspezifischen Teil – den Mindeststandards für Finanz-Research (MSFR). Die MSFR beruhen weitgehend auf den Standards für Researchberichte der DVFA-Kommission Standards für Researchberichte aus dem Jahr 2004. Diese Standards wurden im Jahr 2005 von einer Arbeitsgruppe bestehend aus dem Vorstand der Kommission, Vertretern der GCFAS und Vertretern von anderen Researchhäusern angepasst. Die Anpassung erfolgte aufgrund des in 2004 eingeführten §34b Wertpapierhandelsgesetz und der Finanzanalyseverordnung sowie der einschlägigen Rundschreiben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) aus 2005.

Mit Schreiben vom 2. Mai 2006 hat die BaFin die vorliegenden DGFR als „Best Practice“ wie folgt anerkannt: „Mit den vorliegenden Grundsätzen leisten DVFA e.V. und die German CFA Society e.V. aus meiner Sicht einen wichtigen Beitrag zu ergänzenden berufsständischen Marktstandards neben den verbindlichen gesetzlichen Anforderungen an die Erstellung von Finanzanalysen. Die Grundsätze dienen dazu, „best practice“ im Sinne von Mindeststandards für Finanz-Research zu beschreiben sowie die Grundsätze für die Erstellung ordnungsmäßigen Finanz-Research darzulegen. Der Charakter als „best-practice“-Regeln wird in den Grundsätzen auch deutlich hervorgehoben. Diese freiwilligen Marktstandards in Sinne von „best practice“ sind ausdrücklich zu begrüßen.“

Bei der Erstellung von Research wird die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben als selbstverständlich vorausgesetzt. Die Verwendung des Wortes „sollte“ beinhaltet eine Empfehlung. Die Regelung bleibt jedoch dem Ersteller bzw. seinem Unternehmen überlassen. In der Beschreibung der Standards beinhaltet dann das Wort „soll“ die Darstellung des Regelfalls, von dem begründete Ausnahmen möglich sind. Für die Mitglieder der jeweiligen Berufsverbände gelten natürlich auch die jeweiligen Kodices.

Frankfurt, im Mai 2006



Grundsätze ordnungsmäßigen Finanz-Researchs (GoFR)

Fassung vom Mai 2006

Grundsätze ordnungsmäßigen Finanz-Researchs (GoFR)

1. Anwendungsbereich

Die folgenden Grundsätze beschreiben die Anforderungen an die Berufsausübung bei der Erstellung von Finanz-Research¹. Die Grundsätze dienen dem Schutz der Anleger am Kapitalmarkt, die auf die Kompetenz und Sorgfalt, die Integrität, Objektivität und Unbefangenheit der Analysten vertrauen.

2. Unabhängigkeit

Analysten – ob angestellt oder freiberuflich tätig – müssen ihre Tätigkeit unabhängig und frei im Interesse der Anleger und Kunden (institutionelle Investoren, private Anleger) durchführen können. Der angestellte Analyst darf Weisungen des Arbeitgebers, die sachlich unbegründet sind, nicht befolgen. Der Analyst muss – unbeschadet einer etwaigen externen Weisung – seine Arbeit nach den Grundsätzen ordnungsmäßigen Finanz-Researchs ausführen können. Um die Unabhängigkeit zu gewährleisten, sollte der letztverantwortliche Leiter der entsprechenden Researcheinheit direkt einem für Finanz-Research verantwortlichen Mitglied des Vorstandes/der Geschäftsleitung unterstehen.

3. Objektivität und Integrität

Der Analyst hat seine Aufgaben objektiv und integer sowie nach bestem Wissen und Gewissen auszuführen. Objektivität erfordert Sachlichkeit und Unvoreingenommenheit. Der Analyst hat sich jeder Weisung, die diesen Grundsätzen widerspricht, zu widersetzen. Bei Aufrechterhaltung der Weisung ist der zuständige Compliance Officer davon in Kenntnis zu setzen. Darüber hinaus sollen sich Analysten zur Einhaltung des Ethikkodexes einer berufsständischen Vereinigung verpflichten.

4. Interessenkonflikte

Die Einhaltung der jeweiligen gesetzlichen Anforderungen und verwaltungsrechtlichen Ausführungsbestimmungen über die Vermeidung, sachgerechte Lösung und Offenlegung von möglichen Interessenkonflikten zählt selbstverständlich zu den Berufspflichten.

5. Transparenz

Die Grundlagen zur Erstellung von Research sind zusammen mit den jeweils verwendeten Methoden transparent zu machen. Im Fall der Unverhältnismäßigkeit der Offenlegung ist zumindest ein Verweis auf die entsprechende Website des Analysten/des analysierenden Finanzdienstleisters anzugeben, auf der diese Informationen zu finden sind. In diesem Fall ist darauf zu achten, dass Interessenten die Angaben leicht finden können. Etwaige Interessenkonflikte des Analysten oder des für die Erstellung verantwortlichen Unternehmens sind ebenfalls offen zulegen. Finanz-Research soll auf Basis der Deutschen Grundsätze für Finanz-Research (GoFR und Mindeststandards für Finanz-Research) erstellt werden. Abweichungen sind offen zu legen.

¹ Im Sinne der Definition in Nr. 1 der Mindeststandards für Finanz-Research.

6. Kompetenz/Eigenverantwortlichkeit

Die Erstellung von Finanz-Research erfordert jeweils ausreichende Fachkompetenz und Praxiserfahrung. Wünschenswert sind einschlägige Fachausbildungen, die mit einem internationalen Zertifikat (etwa CEFA, CFA, CIIA) abschließen. Ergänzend ist die Zugehörigkeit zu einer berufsständischen Vereinigung (z.B. DVFA, CFA-Institut) zu empfehlen. Die Grundsätze ordnungsmäßigen Finanz-Researchs sind als berufsständische Pflichten von jedem Analysten eigenverantwortlich wahrzunehmen.

7. Informationsbeschaffung

Der Analyst ist verpflichtet, aktuelle und qualitativ zuverlässige Informationen zu verwenden. Diese Informationen müssen sorgfältig ermittelt werden und sollen wesentliche Einflussfaktoren abdecken.

8. Beachtung der Marktstandards

Finanz-Research über Finanzinstrumente ist unter Beachtung der einschlägigen Marktstandards (etwa der DVFA-Mindeststandards für Finanz-Research) zu erbringen. Das Finanz-Research muss im Grundsatz fehlerfrei, im Einklang mit der jeweiligen Gesetzeslage und nach anerkannten Methoden durchgeführt werden. Finanz-Research kann per se nicht sicher, sondern nur plausibel sein und muss allgemein anerkannten Methoden entsprechen.

9. Entlohnung

Unbeschadet der arbeitsrechtlichen Bestimmungen soll der Analyst unabhängig von einzelnen Transaktionen des Arbeitgebers entlohnt werden.

10. Eigengeschäfte

Analysten sollen keine Finanzinstrumente halten, welche Gegenstand ihres Finanz-Researchs sind. Ist dies aber dennoch der Fall, muss dies in diesen Publikationen offen gelegt werden. Eigengeschäfte von Analysten in diesen Finanzinstrumenten unterliegen den jeweiligen gesetzlichen Anforderungen und verwaltungsrechtlichen Ausführungsbestimmungen².

² § 32 Absatz 2 WpHG sowie der Richtlinie gemäß § 35 Abs. 6 WpHG zur Konkretisierung der §§ 31 und 32 WpHG für das Kommissionsgeschäft, den Eigenhandel für andere und das Vermittlungsgeschäft der Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Teil B, Nr. 3.1. und Teil E, Nr. 3), der Bekanntmachung des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen und des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel über Anforderungen an Verhaltensregeln für Mitarbeiter der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute in Bezug auf Mitarbeitergeschäfte in der jeweils geltenden Fassung.



Mindeststandards für Finanz-Research

Fassung vom Mai 2006

Mindeststandards für Finanz-Research (MSFR)

1. Anwendungsbereich

Die Mindeststandards für Finanz-Research gelten unbeschadet der gesetzlichen Definitionen und Bestimmungen³.

Im Sinne dieser Mindeststandards wird Finanz-Research wie folgt definiert:

Das Finanz-Research dient der Auswahl bzw. Überprüfung von Finanzinstrumenten für Anlagezwecke und bildet damit die Basis für eine fundierte Anlageentscheidung. Es beruht auf einer systematischen, nach bestimmten Kriterien erfolgenden inhaltlichen Auseinandersetzung und Bewertung von Finanzinstrumenten, deren Emittenten sowie des entscheidungsrelevanten Umfeldes. Seine Aufgabe ist einerseits Information und andererseits Prognose. Finanz-Research enthält direkte oder indirekte Empfehlungen. Finanzinstrumente sind solche i.S.d. § 34b Abs. 3 Wertpapierhandelsgesetz.

Erstellt wird Finanz-Research von einem unabhängigen Analysten, einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen, einem Kreditinstitut, einer sonstigen Person, deren Haupttätigkeit in der Erstellung von Finanz-Research besteht, oder einer bei den genannten Einrichtungen im Rahmen eines Arbeitsvertrages oder Ähnliches tätigen natürlichen Person. Im Rahmen der Finanz-Research-Tätigkeit stützen sich Analysten auf veröffentlichte oder öffentlich zugängliche Informationen.

Bei Sekundär-Research handelt es sich um Research, welches hauptsächlich auf Basis von Daten oder Ausarbeitungen von Dritten erstellt wird (z.B. Konsensgewinnschätzungen, Fremdanalysen, etc.). Je nach Art und Umfang des Sekundär-Researchprodukts sind diese Mindeststandards sinngemäß anzuwenden.

Eine direkte Empfehlung umfasst das Anlageurteil des Analysten und ist somit das Ergebnis einer inhaltlichen Auseinandersetzung mit einem oder mehreren Finanzinstrumenten oder deren Emittenten, einschließlich einer aktuellen oder künftigen Beurteilung des Wertes oder Kurses solcher Finanzinstrumente. Für eine indirekte Empfehlung ist es ausreichend, aber erforderlich, dass bei einer Gesamtbetrachtung der Äußerung hinreichend deutlich zum Ausdruck kommt, wie der aktuelle oder zukünftige Kurs bzw. Wert eines Finanzinstruments beurteilt wird.

Finanz-Research wird in den verschiedensten Formen und zu verschiedenen Zeitpunkten bereitgestellt. Welche Standards bei den unterschiedlichen Publikationen jeweils zu beachten sind, bemisst sich nach dem Adressatenkreis, dem diese zugänglich gemacht werden bzw. werden sollen.

Die Ausgestaltung der Finanz-Research-Publikationen kann sehr unterschiedlich sein. Unterschieden wird nach:

- Form und Art und Weise der Darbietung (schriftlich: gedruckt oder elektronisch; mündlich: im Rahmen von Präsentationen und öffentlichen Auftritten),
- Erscheinungsweise (regelmäßig oder fallweise aufgrund von neuen Ereignissen)
- Umfang (ausführliche Studien – sog. Basis-Research oder Kurzanalysen und Kommentare), als Einzelstudien oder im Rahmen von Sammelstudien
- Zielgruppe (Privatanleger, institutionelle Investoren, Medien)
- Primär- oder Sekundärmarkt
- Art der analysierten Finanzinstrumente oder deren Emittenten
- Art der Analysetätigkeit (Primär- oder Sekundär-Research).

Die Qualität der jeweiligen Publikation ist im Ergebnis abhängig von der Qualität des Erstellungsprozesses. Eine fundierte, strukturierte und systematische Vorarbeit ist daher unerlässlich. Deshalb beschreiben die folgenden Anforderungen die wesentlichen Ar-

³ Insbesondere der gesetzlichen Vorschriften in §34b Wertpapierhandelsgesetz und der Finanzanalyseverordnung.

beitsschritte, die zur fundierten Erstellung von Finanz-Research notwendig sind. Eine gewissenhafte Auswertung von öffentlich verfügbaren Daten und Informationen, z.B. über das Geschäftsmodell bildet einen wichtigen Arbeitsschritt, auch wenn die detaillierte Veröffentlichung aufgrund des Umfangs einem Basis-Research vorbehalten sein dürfte.

Finanz-Research, welches ausschließlich konzern- oder verbundinternen Zwecken dient und daher regelmäßig nicht zur Veröffentlichung bestimmt ist, fällt nicht unter diese Standards, unbeschadet der Anwendbarkeit einzelner Grundsätze dieser Ausarbeitung.

Diese Standards betreffen nicht die von den Emittenten und deren Vertriebspartnern eingesetzten bloßen Marketingmitteilungen, die keine Empfehlung beinhalten (z.B. Werbe- und sonstiges Informationsmaterial zur Vertriebsunterstützung). Diese Mitteilungen fallen auch nicht unter den Finanz-Research-Begriff sondern unterliegen den zivilrechtlichen oder kapitalmarktrechtlichen speziellen Informations- und Prospektspflichten. Dies gilt sowohl für vollständige Verkaufsprospekte, die sämtliche relevanten Informationen beinhalten, als auch für – offensichtlich unvollständige – Teilmittelungen in Form von Zeitungsanzeigen, Kurzexposés, Handzetteln u.ä.

Die Standards bezwecken keine Vereinheitlichung von Finanz-Research-Produkten, vielmehr sind die Analysten in der Ausgestaltung ihrer Finanz-Research-Publikationen frei, sofern die einschlägigen Mindestanforderungen erfüllt sind.

Die Mindeststandards gelten als Berufsgrundsätze und haben daher keine direkte Auswirkung auf das zivilrechtliche Verhältnis, das sich aus den gesetzlichen Vorschriften und jeweiligen Vereinbarungen zwischen Kunden und Analysten bzw. deren Arbeitgebern ergibt.

2. Allgemeine Anforderungen für Finanz-Research

Die Grundsätze ordnungsmäßigen Finanz-Researchs (GoFR) und die Mindeststandards

für Finanz-Research bieten in der jeweils gültigen Fassung den Rahmen für die ordnungsgemäße Erstellung von Finanz-Research.

2.1. Nennung von Verfasser, Berufsgrundsätzen und zuständiger Aufsichtsbehörde

Namen und berufsspezifische Qualifikationen des Verfassers des Researchs sowie bei Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Kreditinstituten die zuständige Aufsichtsbehörde sind anzugeben.

Finanz-Research soll auf Basis der Deutschen Grundsätze für Finanz-Research (GoFR und Mindeststandards für Finanz-Research) erstellt werden. Abweichungen sind offen zu legen.

2.2. Organisation zur Vermeidung von Interessenkonflikten

Unternehmen, die Finanz-Research erstellen, bzw. selbständige Ersteller von Finanz-Research haben im Wege innerbetrieblicher Organisations- und Kommunikationsregeln für die Vermeidung von möglichen Interessenkonflikten und für die Einrichtung sachgerechter Informationsschranken (Chinese Wall-Verfahren) zu sorgen.

2.3. Qualitätsmanagement

Basis-Research, IPO-Research und Research-Updates sowie Sekundär-Research sind vor ihrer Abgabe von einem qualifizierten Berufsangehörigen innerhalb oder außerhalb des den Analysten beschäftigenden Unternehmens gegenzulesen und zu genehmigen. Dabei ist die Plausibilität des Inhaltes des Researchs und die Beachtung der GoFR und der vorliegenden Mindeststandards zu überprüfen. Der Verfasser bleibt jedoch selbst für den endgültigen Inhalt des Finanz-Research verantwortlich.

2.4. Hinweis auf fremde Quellen

Die Ersteller von Finanz-Research werden sich nicht unbefugt fremder Leistungen oder Veröffentlichungen bedienen. Soweit sie be-

fugt und sachgerecht fremde Leistungen und Veröffentlichungen in ihrer Publikation verwenden, haben sie die Quelle kenntlich zu machen.

2.5. Disclaimer

Bei jeder Art von Finanz-Research muss auf die Haftungsbeschränkungen hingewiesen werden (Disclaimer). Dabei sind die jeweiligen nationalen gesetzlichen Vorschriften zu berücksichtigen.

2.6. Dokumentation

Eine ordnungsgemäße Dokumentation und sachgerechte Aufbewahrung von Basis-Research oder IPO-Research ist sicherzustellen.

Annahmen und Schätzungen, die zu dem Prognosemodell und der Bewertung geführt haben, sollen nachvollziehbar sein.

2.7. Einstellung der Coverage

Die Einstellung der Coverage eines Finanzinstruments ist unter Angabe von Gründen im Finanz-Research mitzuteilen.

3. Research-Inhalte

Alle folgenden Angaben beziehen sich auf den idealtypischen Inhalt von Basis-Research (vgl. Punkt 4.1). Besonderheiten bei anderen Research-Produkten, die ebenfalls den Analyseprozess durchlaufen haben, werden gesondert in Kapitel 4 behandelt.

3.1. Executive Summary/Investment Case

Im Executive Summary werden die Kernaussagen, Schlussfolgerungen sowie die Empfehlung zusammengefasst.

3.2. Stärken/Schwächen-Analyse

In der Stärken/Schwächen-Analyse (SWOT - Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats) sind die wesentlichen Stärken/Schwächen sowie die Chancen/Risiken des analysierten Unternehmens in kompri-

mierter Form aufzuzeigen. Dabei wird unter anderem der branchenspezifische Wettbewerb anhand von Faktoren wie z.B. Preis, Produktqualität und -potenzial, Vertriebskapazitäten, Produktdifferenzierung analysiert, um die Positionierung des analysierten Unternehmens am Markt besser bestimmen zu können. Berücksichtigt werden sollten auch Faktoren wie Management-, Organisations- und Kostenstruktur sowie die Produktivität.

3.3. Bewertung

Die Bewertung hat grundsätzlich nach anerkannten Methoden der Unternehmensbewertung zu erfolgen⁴. Die verwendeten Bewertungsverfahren und alle für die Nachvollziehbarkeit der Wertermittlung notwendigen Daten sollen veröffentlicht werden. Sofern dies unverhältnismäßig ist, genügt ein Verweis auf die Website. Werden mehrere verschiedene Bewertungsmethoden angewendet, die zu unterschiedlichen Werten bzw. Bandbreiten führen, sind die so ermittelten Werte in einer geeigneten Darstellungsform gegenüberzustellen. Die Auswahl des endgültigen Wertes bzw. der endgültigen Bandbreite ist kenntlich zu machen. Die Gegenüberstellung kann unterbleiben, wenn neben einer zentralen Bewertung zwar zusätzliche Bewertungsmethoden angewendet werden, diese aber nicht einer eigenständigen Wertermittlung, sondern lediglich dem Zweck der Kontrolle oder Einordnung des bereits errechneten Wertes dienen.

Methodenkontinuität ist anzustreben. Abweichungen hiervon sind zu begründen.

3.4. Unternehmensprofil

Das Unternehmensprofil sollte die wesentlichen Eckdaten der Unternehmensentwicklung, den Geschäftszweck und das Geschäftsmodell wiedergeben. Eine ausführliche Darstellung ist vor allem dann sinnvoll, wenn das Unternehmen bisher noch nicht am Kapitalmarkt notiert war oder der Analyst erstmalig die Coverage aufnimmt.

⁴ Anerkannte Methoden enthält beispielsweise der „DVFA - Leitfaden für Unternehmensbewertungen im Aktienresearch“.

3.5. Management

Die Analyse des Managements sollte vor allem die Qualifikation und die berufliche Erfahrung in der relevanten Industrie berücksichtigen.

3.6. Corporate Governance

Durch die Analyse der Corporate Governance sollen Strukturen und Prozesse der Unternehmensführung, -steuerung und -kontrolle transparent gemacht werden. Im Rahmen von Basis-Research ist deshalb zu prüfen, ob die international und national anerkannten Standards verantwortungsvoller Unternehmensführung angewandt werden. Auf jeden Fall ist anzugeben, ob der jeweils anwendbare lokale Corporate Governance-Kodex vom Emittenten anerkannt wird.

3.7. Aktionärsstruktur

Die Darstellung der Aktionärsstruktur dient vor allem dazu, den Einfluss sowie mögliche Interessenkonflikte der unterschiedlichen Aktionärsgruppen sichtbar zu machen.

3.8. Markt- und Wettbewerbsanalyse

Das Marktumfeld setzt die Rahmenbedingungen für den zukünftigen wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens. Die Markt- und Wettbewerbsuntersuchung sollte sich mit den für das analysierte Unternehmen relevanten, im folgenden beispielhaft aufgeführten Punkten auseinandersetzen:

- Produkte
- Marktanteile
- Wachstumschancen bzw. -risiken
- Markteintrittsbarrieren
- Wettbewerber und Wettbewerbsverhalten
- Position der Abnehmer und der Lieferanten
- Branchenentwicklung und Branchenattraktivität

3.9. Fundamentalanalyse/Prognosemodell

Die Fundamentalanalyse setzt sich mit den wesentlichen Ertrags-, Bilanzstruktur-, und Liquiditätskennzahlen des Unternehmens

auseinander. Auf Risiken, die sich außerhalb der Bilanz bewegen (z.B. Eventualverbindlichkeiten, Leasinggeschäfte, Pensionsdeckungslücken), sowie Besonderheiten in der Rechnungslegung sollte hingewiesen werden. Voraussetzung für die Ermittlung des Unternehmenswertes ist die kritische Auseinandersetzung mit den Planungs- und Prognosezahlen für das Unternehmen. Ein geschlossenes Prognosemodell erfordert die Darstellung der Gewinn- und Verlustrechnung, der Entwicklung der Cash Flows sowie der Aktiva und Passiva der Bilanz. Dem geschlossenen Prognosemodell sollte ein Zeitraum von mindestens zwei Prognosejahren zugrunde liegen, um die finanziellen Auswirkungen auf die Unternehmensentwicklung ausreichend darzustellen bzw. abzuschätzen.

3.10. Empfehlung

Das Basis-Research enthält grundsätzlich eine Empfehlung für den Investor. Dabei kann es sich entweder um eine absolute oder relative Empfehlung handeln. Die absolute Empfehlung bezieht sich ausschließlich auf die zu erwartende Kursentwicklung des analysierten Finanzinstruments des Unternehmens, während die relative Empfehlung die Kursperformance in Relation zu einem Index (Markt/Branche) als Bewertungsmaßstab heranzieht. Die Empfehlung stellt nur eine Momentaufnahme dar. Ändern sich die Rahmenbedingungen, sollte eine Neueinschätzung vorgenommen werden. Diese Neueinschätzung ist zu begründen. Somit unterliegt die Empfehlung einem fortlaufenden Bewertungsprozess^{5 6}.

⁵ Ex post nachgewiesen werden kann nur, ob Basis-Research sorgfältig und in Übereinstimmung mit der herrschenden Marktpraxis erstellt worden ist. Jede aus Research abgeleitete Empfehlung kann sich im nachhinein durch die Markt- und Unternehmensentwicklung als falsch erweisen.

⁶ Die Einstufung der Empfehlung kann z.B. auf einer fünf- oder dreistufigen Skala erfolgen. Die Skalierung ist im Anhang des Research zu dokumentieren. Beispielsweise kann die Skala für die absolute und relative Empfehlung wie folgt gestaltet werden: Empfehlung/Anlageurteil erwartete Kursentwicklung: Kaufen > 15%; Akkumulieren > 5% ≤15%; Halten(Neutral) zwischen -5% und +5%; Reduzieren zwischen -5% und -15%; Verkaufen > -15%. Sofern dies unverhältnismäßig erscheint, ist ein Verweis auf die Website angemessen.

Wird eine relative Empfehlung gegeben, ist der jeweilige Referenzindex zu veröffentlichen. Zu einer Empfehlung gehört die Angabe des Zeithorizonts, auf welchen sich diese bezieht. Häufig handelt es sich um einen Zeitraum von 6-12 Monaten. Bei einer Neueinschätzung aufgrund von Veränderungen, beispielsweise durch neue Unternehmensnachrichten, Veränderungen im Wettbewerbsumfeld oder Erreichen des Kursziels, sind die Gründe zusammen mit der neuen Empfehlung anzugeben.

4. Research-Produkte

Dieser Punkt bestimmt die Mindestinhalte der einzelnen Research-Produkte⁷. Diese umfassen die in 4.1. bis 4.5. genannten sowie die weiteren in der tabellarischen Übersicht angeführten Produkte. Die tabellarische Übersicht zu den Research-Produkten im Anhang bildet einen integrierenden Bestandteil dieser Mindeststandards.

4.1. Basis-Research

Basis-Research beinhaltet umfassende und vollständige Analysen der betreffenden Finanzinstrumente bzw. Unternehmen, die explizit alle wesentlichen, für die Bewertung maßgeblichen Gesichtspunkte enthalten. Basis-Research wird beispielsweise geschrieben, wenn ein Analyst die Coverage aufnimmt oder wenn sich die Strukturen in dem zu analysierenden Unternehmen oder das Marktumfeld wesentlich ändern.

Sie sollten idealtypisch alle Schritte der Analyse-Prozesskette und damit folgende Inhaltspunkte umfassen:

- Executive Summary/Investment Case
- Stärken/Schwächen-Analyse
- Bewertung
- Unternehmensprofil

⁷ Bei der Gestaltung der Research-Produkte kann von einzelnen Mindestinhalten ohne Offenlegung abgewichen werden, wenn die gesetzlichen Vorschriften (§ 34b Wertpapierhandelsgesetz i.V.m. der Finanzanalyseverordnung) eine solche Angabe nicht ausdrücklich festlegen.

- Markt/Wettbewerbsanalyse
- Corporate Governance
- Kommentar zum Management
- Darstellung der Aktionärsstruktur
- Fundamentalanalyse/Prognosemodell
- Empfehlung

In formaler Hinsicht enthält das Basis-Research zwingend:

- Name des Analysten
- Datum der Erstellung
- Aktueller Kurs des Finanzinstruments
- Übersicht Schlüsselkennzahlen
- Definition der Empfehlung (falls Empfehlung vorhanden)
- Hinweis auf mögliche Interessenkonflikte
- Disclaimer

4.2. IPO-Research

IPO-Research soll grundsätzlich dieselben Inhalte wie das Basis-Research umfassen und nach dem selben Analyseprozess verlaufen. Zusätzlich zu den Angaben im Basis-Research enthält es im Falle einer Kapitalmaßnahme Angaben zur Verwendung des Emissionserlöses. Zur Vermeidung von möglichen Interessenkonflikten sollte bei IPO-Research auf eine Empfehlung verzichtet werden.

4.3. Research-Update

Research-Updates werden aus bestimmten Anlässen erstellt und befassen sich daher schwerpunktmäßig mit der Bewertung dieser Vorgänge. Ein Research-Update kann beispielsweise aus folgenden Anlässen geschrieben werden:

- ausführliche Kommentierung von Unternehmensmeldungen
- Analystenkonferenzen/Unternehmensbesuche
- Neueinschätzung (Empfehlungs- und Schätzungsänderungen).

Ein Research-Update kann sich auf die Analyse der wesentlichen Veränderungen beschränken.

4.4. Kurzanalyse

Eine Kurzanalyse ist eine komprimierte Form von Finanz-Research, die meist aufgrund spezifischer unternehmens- oder marktbezogener Anlässe erstellt wird. Eine Kurzanalyse hat in der Regel einen Umfang von wenigen Zeilen bis max. 1-2 Seiten. Anlässe sind z.B. Previews zu Unternehmenszahlen oder Kommentare zu Unternehmensmeldungen, Empfehlungs- und Schätzungsänderungen.

Sofern eine direkte Empfehlung gegeben wird⁸, muss die Kurzanalyse zumindest einen Verweis auf die allgemeinen Bewertungsmethoden des Analysten oder des für die Erstellung verantwortlichen Unternehmens enthalten.

4.5. Kommentar

Bei einem Kommentar handelt es sich um eine zeitnahe Ersteinschätzung von Nachrichten und Ergebnisaussendungen, die von analysierten Unternehmen veröffentlicht worden sind. Dieser Kommentar umfasst üblicherweise wenige Zeilen (z.B. Morning Note, Daily, Flash etc.).

⁸ Vgl. dazu Nr. 1.

Mindeststandards für Finanz-Research - Tabellarische Übersicht nach Produkten

	Executive Summary/ Investment Case	Stärken/ Schwächenanalyse	Bewertung	Profil	Markt-/ Wettbewerbsanalyse	Corporate Governance	Kommentar zum Management	Kommentar zur Aktionsstruktur	Fundamentalanalyse/ Prognosemodell	Verwendung Emissionsrisikos	Empfehlung/ Qualitativer Urteil	Kurs	Name des Analysten	Datum	Übersicht Key-Data 4)	Definition der Empfehlung 1)	Hinweise zu Interessenskonflikten	Disclaimer
Basis-Research	P	P	P	E	P	E	E	E	P		P 2)	P	P	P	P	P	P	P
IPO-Research	P	P	P 6)	E	P	E	E	E	P	P			P	P	P	P	P	P
Research-Update	P	P	P						P		P 2)	P	P	P	P	P	P	P
Kurzanalyse 3)	E	E	E								P 2)	P	P	P	P 7)	P	P	P
Kommentare 5)											P 2)	P	P	P	E	P	P	P
Empfehlungs-/ Kennzahlenlisten											P 2)	P	P	P		P	P	P
Präsentationen											P 2)	P	P	P		P	P	P
Presseartikel											P 2)	P	P	P		P	P	P 7)
TV-Interview											P 2)		P	P		P 7)	P 7)	P 7)
Radio-Interview											P 2)		P	P		P 7)	P 7)	P 7)
Presse-Interview											P 2)		P	P		P 7)	P 7)	P 7)

Legende

P	Pflicht; muss zwingend enthalten sein. Bei der Gestaltung der Research - Produkte kann von einzelnen Mindestinhalten ohne Offenlegung abgewichen werden, wenn die gesetzlichen Vorschriften (§ 34b Wertpapierhandelsgesetz i.V.m. der Finanzanalyseverordnung) eine solche Angabe nicht ausdrücklich festlegen.
E	Empfehlung; kann in der Finanzanalyse zusätzlich berücksichtigt werden
1)	Angabe nur notwendig, wenn Empfehlung (direkt oder indirekt) enthalten ist. Auf Konformität mit den gesetzlichen Bestimmungen ist dabei zu achten.
2)	Im allgemeinen enthalten Sell-side-Analysen eine direkte Empfehlung.
3)	Z.B. Kommentierung von Unternehmensmeldungen, Previews, Empfehlungs- und Schätzungsänderungen.
4)	Zusammenfassung wichtigster P&L-/ Bilanz- und Bewertungskennzahlen sowie Marktkapitalisierung, Free Float, etc.
5)	Z.B. Dailies, Flashes, etc.
6)	Sofern im Zuge der Transaktion zulässig.
7)	Sofern die Angaben gemessen am Gesamtumfang unverhältnismäßig sind, ist ein Verweis auf die Website oder einen anderen Ort, an dem die Angaben zugänglich sind, ausreichend.

DVFA

Die DVFA ist der Berufsverband der Investment Professionals. Aktuell gehören der DVFA 1.100 persönliche Mitglieder an. Sie sind als Fach- und Führungskräfte bei über 400 Investmenthäusern, Banken sowie Fondsgesellschaften oder als unabhängige Kapitalmarktdienstleister tätig. Die DVFA sichert die Glaubwürdigkeit der Berufsangehörigen und die Integrität des Marktes durch eine internationalen Standards entsprechende Aus- und Weiterbildung, durch die Bereitstellung von Plattformen für die professionelle Finanzkommunikation sowie durch effektive Selbstregulierung.

Über EFFAS, den Dachverband der europäischen Analystenvereinigungen, bietet die DVFA Zugang zu einer paneuropäischen Plattform mit über 17.000 Berufsangehörigen in 24 Nationen. Über die Association of Certified International Investment Analysts (ACIIA) ist der Verband an ein weltweites Netzwerk von über 50.000 Investment Professionals angeschlossen.

ISBN: 3-928759-00-0
978-3-928759-00-7
(ab Januar 2007)

DVFA

Einsteinstraße 5
63303 Dreieich

Tel.: +49 (0)6103 - 5833-0
Fax: +49 (0)6103 - 5833-34
Mail: info@dvfa.de
Web: <http://www.dvfa.de>