

# Deutsche Grundsätze für Finanzresearch

Version 2.0

Oktober 2018

Deutsche Vereinigung für  
Finanzanalyse und Asset Management  
Der Berufsverband der Investment Professionals



# Deutsche Grundsätze für Finanzresearch

Die Neufassung wurde hinsichtlich Änderungen der gesetzlichen und regulatorischen Vorgaben für Finanzresearch aktualisiert.

Die vorliegende Fassung enthält zudem einen Passus über das Arbeitsumfeld von Finanzanalysten/Anlageempfehlungen sowie wesentliche strukturelle Voraussetzungen für qualitativ einwandfreies Research.

## Deutsche Grundsätze für Finanzresearch - Version 2.0

### Zur Entstehung der Grundsätze

Die Deutschen Grundsätze für Finanzresearch (DGFR) in ihrer ersten Fassung wurden 2006 veröffentlicht und haben seitdem über viele Jahre als Standard für die Arbeit von Finanzanalysten und Brokern gedient.

Mit dem Inkrafttreten der MiFID II am 3. Januar 2018 haben sich jedoch viele gesetzliche und regulatorische Anforderungen an Finanzanalysten und Broker verändert.

Die DGFR 2.0 setzen sich, wie schon ihre Vorgängerversion, zusammen aus einem allgemeinen Teil – den Grundsätzen ordnungsmäßigen Finanzresearchs (GoFR) – und einem fachspezifischen Teil – den Mindeststandards für Finanzresearch (MSFR). Zusätzlich enthalten die DGFR 2.0 noch einen Passus, der sich mit dem Berufsbild und den Voraussetzungen des Arbeitsumfeldes von Finanzanalysten auseinandersetzt, der den GoFR und den MSFR vorangestellt wurde. Die MSFR sind gegenüber der Vorgängerversion 1.0 über weite Passagen unverändert geblieben. Anpassungen wurden lediglich in zweierlei Hinsicht vorgenommen: a) Referenzen an rechtliche und regulatorische Anforderungen wurden aktualisiert, und b) die Auflistung von Research-Produkten wurde um Darreichungsformen und Formate ergänzt, die sich seit der Veröffentlichung der DGFR 1.0 im Jahre 2006 entwickelt haben. Dazu zählen Formen, deren Kern eher in einer Zurverfügungstellung von Finanzdaten besteht, wie auch erste Produkte, die auf einer maschinellen Verarbeitung von Finanzdaten („künstliche Intelligenz“) beruhen.

Mit Schreiben vom 2. Mai 2006 hatte seinerzeit die BaFin die DGFR in ihrer ersten Fassung als „Best Practice“ anerkannt: „Mit den vorliegenden Grundsätzen leistet der DVFA 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 Finanzresearch zu beschreiben sowie die Grundsätze für die Erstellung ordnungsmäßigen Finanzresearch darzulegen. Der Charakter als „best-practice“-Regeln wird in den Grundsätzen auch deutlich hervorgehoben. Diese freiwilligen Marktstandards im Sinne von „best practice“ sind ausdrücklich zu begrüßen.“ Die DVFA würde es begrüßen, wenn auch die DGFR 2.0 von der BaFin anerkannt würden.

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 Kodizes.

Frankfurt, im Oktober 2018

# Deutsche Grundsätze für Finanzresearch

## Das Berufsbild von Finanzanalysten

### Wozu dient Finanzresearch?

Finanzresearch 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. Finanzresearch enthält direkte oder indirekte Empfehlungen. Finanzinstrumente sind solche i.S.d. § 2 Abs. 4 Wertpapierhandelsgesetz.

### Wer erstellt Finanzresearch?

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

Eine relativ neue Form von Research nutzt maschinengestützte Text- und Datenanalyse auf Basis von künstlicher Intelligenz. Einfache Arten von Research z.B. Maintenance-Research oder die Verarbeitung von unkomplexen Finanznachrichten werden dabei von Algorithmen automatisch verarbeitet, analysiert und in einen Bericht überführt, der der Syntax und Semantik der menschlichen Sprache folgt. Es ist davon auszugehen, dass im Zuge der Automatisierung und Industrialisierung von Finanzresearch zukünftig auch komplexere Sachverhalte maschinell erfasst werden, und als Finanzresearch Anlegern zugänglich gemacht werden.

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.

### Welche Formen von Finanzresearch gibt es?

Finanzresearch 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 Finanzresearch-Publikationen kann sehr unterschiedlich sein. Unterschieden wird nach:

- Form und Art und Weise der Darbietung (schriftlich, d.h. gedruckt oder elektronisch; mündlich, z.B. im Rahmen von Präsentationen und öffentlichen Auftritten)
- Erstellung: Der Ersteller ist eine Person, oder ein Algorithmus
- Erscheinungsweise: periodisch/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).

## **Welche persönlichen Eigenschaften zeichnen Finanzanalysten aus? Wie sollte das berufliche Umfeld von Finanzanalysten gestaltet sein, damit diese Eigenschaften zur Entfaltung kommen können?**

### 1. Persönlichkeit und Soziale Kompetenz

Unter sozialer Kompetenz versteht man Fähigkeiten, die dem Individuum dazu dienen, im Dialog mit anderen effektiv handeln zu können. In der Literatur wird soziale Kompetenz häufig als eine Kombination aus Durchsetzungsfähigkeit und Anpassungsfähigkeit verstanden<sup>1</sup>. Finanzanalysten müssen durchsetzungsfähig sein, ohne dabei dogmatisch oder autoritär zu sein, um sich in einem „Meinungsmarkt“ im Wettbewerb gegen andere Finanzanalysten mit ihrem Urteil Gehör oder Visibilität zu verschaffen. Da Finanzanalysten in aller Regel alle über öffentlich zugängliche Informationen verfügen („public information“), und Informationen, die nur ihnen verfügbar gemacht wurden („private information“) gesetzlich verboten sind, können Unterschiede in der Analyse und Anlageempfehlungen nur Resultate der eigenen analytischen Arbeit sein. Diese Arbeit entsprechend zu „vermarkten“, erfordert von Analysten Durchsetzungsvermögen und Mut. Hingegen Anpassungsfähigkeit ist erforderlich, um lernen zu können – aus eigenen Fehlern, aus den Analysen anderer, von Unternehmen.

Finanzanalysten brauchen den Mut, ihre Anlageurteile auch gegen Widerstand beizubehalten, und sich nicht von Unternehmen oder von dem Management ihres jeweiligen Arbeitgebers bedrängen zu lassen, Anlageurteile zu fällen oder gar zu revidieren, die nicht ihren Überzeugungen entsprechen und nicht durch handwerklich einwandfreie und integrale Analysen gedeckt werden. Dies gelingt nur, wenn Finanzanalysten sich einer intellektuellen Rigorosität verschreiben, und ihre Analysen nicht durch Interessen Dritter beeinflussen zu lassen. Dazu gehört auch, einem „vorausseilendem Gehorsam“ zu widerstehen, d.h. auch ohne Druck von außen Research zu schreiben, das in erster Linie gefällig ist oder effekthaschend. Wesentliches Merkmal guter Finanzanalysten ist daher die Unbefangenheit und der Hang zur Objektivität.

Finanzanalysten sollten über ein gehöriges Maß an Neugier verfügen. Neugier ermöglicht es Finanzanalysten, Entwicklungen, Tendenzen, neue Datenbestände oder Analysemethoden zu erschließen, die die Qualität ihrer Arbeit verbessern, um für ihren Kunden neue, fundiertere Einsichten zu gewinnen.

### 2. Erfahrung

Es ist selbstverständlich, dass Finanzanalysten über Erfahrung im Umgang mit Finanzinformationen, Bewertungsmethoden, Rechnungslegungsstandards, aber auch Branchen, Unternehmen in Krisen, Wachstumsunternehmen, Geschäftsmodellen, um nur einige Aspekte zu nennen, verfügen müssen, um fundiert analysieren zu können.

Dennoch: Auch wenn Erfahrung eine unerlässliche Qualität von Finanzanalysten darstellt, ist Erfahrung allein nicht ausreichend. Denn Erfahrung garantiert noch kein Lernen z.B. Lernen aus Fehlprognosen. Damit Finanzanalysten ihre Leistung stetig verbessern, müssen sie reflektieren: über ihre Arbeit, ihre Ansätze, über die Bedürfnisse und Anforderungen ihrer Kunden, die ihnen vertrauen, weil sie zumeist selber nicht über die detaillierten Fachkenntnisse verfügen.

Die Professionsordnung der DVFA<sup>2</sup> beschreibt drei Elemente, die das Vertrauen von Kunden in die Arbeit von Professionals begründen: 1. der Nachweis eigener Kompetenzen; 2. die Auseinandersetzung mit der beruflichen Praxis; und 3. die Förderung und stete Verbesserung der eigenen Qualifikationen und die der Mitarbeiter. Finanzanalysten, die Mitglied in der DVFA sind, können sich einer Zertifizierung unterziehen, die voraussetzt, dass der Zertifizierende sich in den vorausgegangenen 24 Monaten weitergebildet und für die Branche engagiert hat z.B. durch Forschung, Fachartikel, Lehre. Der Nachweis ist mit einer Mindestanzahl von Credit Points zu belegen. Die Zertifizierung muss alle 2 Jahre wiederholt werden, um den Status „Zertifiziertes DVFA Mitglied“ aufrechtzuerhalten.

-----  
<sup>1</sup> [https://de.wikipedia.org/wiki/Soziale\\_Kompetenz](https://de.wikipedia.org/wiki/Soziale_Kompetenz), am 07. August 2018  
<sup>2</sup> [http://www.dvfa.de/fileadmin/user\\_upload/DVFA-Professionsordnung-2018-02-28.pdf](http://www.dvfa.de/fileadmin/user_upload/DVFA-Professionsordnung-2018-02-28.pdf)

# Deutsche Grundsätze für Finanzresearch

## 3. Unbefangenheit

Finanzanalyse findet in einem Spannungsfeld statt, in dem sich der Finanzanalyst unterschiedlichsten Interessen ausgesetzt findet. Zum einen sind Unternehmen oder die Emittenten eines Wertpapiers grundsätzlich daran interessiert, dass das Investmentresearch positiv ausfällt und sich somit aus der Veröffentlichung des Researchs positive Effekte für den Handel und damit der Liquidität des Wertpapiers ergeben. Zum anderen bestehen häufig kommerzielle Interessen des Arbeitgebers z.B. Erzielung/Erhöhung von Handelsumsätzen, der Ausbau von Geschäftsbeziehungen mit dem gecoverten Unternehmen etc. Beide Formen von Interessen Dritter wurden in der akademischen Welt seit Jahren beobachtet. Es ist bekannt, und wenngleich diese Praxis nicht professioneller Investor-Relations-Arbeit entspricht, dass Unternehmen kritische Finanzanalysten oder Finanzanalysten, die ein negatives Anlageurteil über das Unternehmen fällen, kommunikativ benachteiligen, d.h. den Dialog zwischen dem Finanzanalysten und z.B. dem Senior Management einschränken. Auch ist hinlänglich bekannt, dass Banken versuchen, Finanzanalysten dazu zu bewegen, positive Analysen und Anlageurteile über Unternehmen zu veröffentlichen, mit denen das Haus Geschäftsbeziehungen unterhält – auch wenn in den meisten Häusern qua Compliance diesem Verhalten Einhalt geboten wird.

Compliance nimmt in dieser Hinsicht eine wichtige Schutzfunktion für Finanzanalysten ein. Sie ist der Garant für eine möglichst geringe Einflussnahme von innen und von außen.

## 4. Intrinsische Motivation

Bei all dem, was in den vorangegangenen Punkten zum Selbstverständnis und zum Schutz von Finanzanalysten vor unbotmäßigen Einflussnahmen gesagt wurde: als Professionelle, müssen sich Finanzanalysten vor allen Dingen an ihrer intrinsischen Motivation messen lassen, ganz konkret: Sie müssen die Motivation besitzen, mit ihren Anlageurteilen „richtig zu liegen“.

Auch wenn am Ende Investmentresearch einem kommerziellen Zweck dient, kann der Wertpapierhandelsumsatz, der von Investmentresearch gestützt bzw. rati-

onalisiert wird, nicht das einzig ausschlaggebende Kriterium für den Nutzen von Research sein, ja noch nicht einmal ein vorrangiges. Qualitätskriterien für Finanzanalysten sind u.a. die Güte des Prognosemodells, die Kenntnis und das Verständnis von wesentlichen Treibern der jeweiligen Industrie oder den gecoverten Unternehmen, das Methodenverständnis und zunehmend auch Fertigkeiten im Einsatz von automatischen oder maschinell gestützten Methoden (Python, Matlab, Künstliche Intelligenz).

Zum „richtig liegen“, in der Diktion der Entscheidungsforschung „Kalibrierung“, gehört auch, dass Finanzanalysten lernen, ihre prognostischen Fähigkeiten und die Güte ihres Modells kontinuierlich weiter zu entwickeln. Dazu gehört das Streben, Feedback über eine abgegebene Prognose oder eine Bewertung schnellstmöglich einzuholen („Rekalibrierung“): Stimmt die Prognose? Wenn nein, woran hat es gelegen? Welche Variablen wurden falsch oder über-/unterschätzt? etc.. (Schnellstmöglich, weil in Finanzmärkten die Abgabe einer Prognose und das Eintreffen der Prognose häufig Monate auseinander liegen. Lernen, das belegt die Kognitionsforschung, bedingt aber zeitnahe Feedback.) Aus diesem Grund ist die häufig gehörte Aussage, „Aktienanalyse ist eine Kunst, keine Wissenschaft“ grundsätzlich abzulehnen. Aktienanalyse ist in erster Linie ein Handwerk, wenngleich und idealerweise wissenschaftlich abgesichert, und muss sich an seiner Qualität messen lassen. Finanzanalysten müssen kontinuierlich an ihrer Kalibrierung arbeiten. Wenn sie per Zufall oder durch bloßes Raten den Verlauf eines Wertpapiers richtig einschätzen, mag sich das für sie wie ein Erfolg anfühlen, sie sind aber dennoch falsch kalibriert!

Finanzanalysten müssen allerdings noch eine weitere Verantwortung schultern, die eng mit Lernen und dem Eintreffen von Prognosen zu tun hat. Das Wetter morgen wird sein wie es sein wird, unabhängig davon, ob Meteorologen für morgen Regen oder Sonnenschein prognostiziert haben. Ein analoger Zusammenhang kann sich bei Finanzanalysten mitunter völlig anders darstellen: Die Anlageurteile von Finanzanalysten haben mitunter eine performante Wirkung. D.h. die Richtung und Tendenz ihres Anlageurteils haben einen Einfluss auf den Preis und die Nachfrage des Wertpapiers. Im Sinne einer selbsterfüllenden Prophezeiung

# Deutsche Grundsätze für Finanzresearch

können durch Finanzanalysten kursbeeinflussende Effekte einsetzen, In den Worten eines Leiters Aktienresearch einer großen Bank: „Wenn wir die Aktie ABC auf 'kaufen' setzen, geht der Kurs durch die Decke“.

## 5. Klarheit und Verständlichkeit

Finanzanalysten haben die Aufgabe, die Komplexität von Wertpapieren und dem Marktumfeld für Anleger zu reduzieren. Es versteht sich, dass diese Aufgabe bedingt, das richtige und für den Anleger adäquate Maß an Reduzierung zu finden, d.h. nicht übermäßig zu vereinfachen. Es liegt in der Natur von Finanzmärkten, dass Nachrichten oder Sachverhalten, die ins Auge springen, mehr Gewicht und Bedeutung zugemessen wird, als scheinbar nebensächlichen Aspekten. Die Verhaltensökonomie, insb. die Arbeiten von Amos Tversky und den Nobelpreisträgern Daniel Kahneman und Richard Thaler sowie Kollegen, hat seit mehr als 40 Jahren ausreichend Belege dafür geliefert, dass Menschen in ihrer Wahrnehmung Verzerrungen unterliegen – im Übrigen auch und gerade Professionals! Z.B. werden Nachrichten, die im Finanzmarkt häufig als „breaking news“ bezeichnet werden, nicht selten als „Aufhänger“ für Finanzresearch genommen. Die Nachrichten sind häufig prominent (die Wissenschaft bezeichnet sie als „salient“), haben aber mitunter nicht die Diagnostizität, die ihnen zugesprochen wird. Finanzanalysten haben die Aufgabe, zwischen „strength“ (im Sinne von Prominenz) und „weight“ von Informationen zu unterscheiden und diese klar und verständlich darzustellen. Dazu gehört im Wesentlichen auch, die von Unternehmen oder Emittenten von Wertpapieren taktisch kommunizierten Nachrichten auf ihren Gehalt zu untersuchen, um dann zu entscheiden, ob auf Basis dieser Nachrichten z.B. die Revision oder Beibehaltung eines Anlageurteils angemessen ist.

# Deutsche Grundsätze für Finanzresearch

## Grundsätze ordnungsmäßigen Finanzresearchs (GoFR)

### 1. Anwendungsbereich

Die folgenden Grundsätze beschreiben die Anforderungen an die Berufsausübung bei der Erstellung von Finanzresearch<sup>3</sup>. 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

Der angestellte Analyst darf Weisungen seines Arbeitgebers, die einen wesentlichen Eingriff in die Empfehlung oder die Modellierung des Asset darstellen, aber nicht in Einklang mit der Datenausgangssituation oder fundamentalen Marktdaten zu bringen sind, nicht befolgen. Nicht davon betroffen sind hingegen strategische Festlegungen, die die Geschäftsstrategie oder die Positionierung des Researchhauses betreffen. Wenn sich z.B. ein Researchhaus aus strategischen Gründen entscheidet, grundsätzlich strengere Bewertungsmaßstäbe anzulegen, anhand derer die Empfehlungen generiert werden, so ist dies kein Eingriff in die Unabhängigkeit eines Finanzanalysten.

### 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, entgegenzustellen. Darüber hinaus sollen sich Analysten zur Einhaltung des Ethikkodexes einer berufsständischen Vereinigung verpflichten. An dieser Stelle soll ausdrücklich auf das Positionspapier der DVFA zur Ethik im Finanzmarkt verwiesen werden, das sich mit Kardinaltugenden wie Urteilskraft, Entscheidungsstärke, Besonnenheit und Integrität auseinandersetzt und Handlungsmaximen dazu formuliert.<sup>4</sup>

### 4. Interessenkonflikte

Die Einhaltung der jeweiligen gesetzlichen Anforderungen und verwaltungsrechtlichen Ausführungsbestimmungen über die Vermeidung von möglichen Interessenskonflikten und deren sachgerechte Lösung und Offenlegung 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 zu legen. Finanzresearch soll auf Basis der Deutschen Grundsätze für Finanzresearch (GoFR und Mindeststandards für Finanzresearch) erstellt werden. Abweichungen sind offen zu legen.

<sup>3</sup> Im Sinne der Definition in Nr. 1 der Mindeststandards für Finanzresearch.

<sup>4</sup> DVFA Positionspapier „Ethik - Zur Förderung ethischer Tugenden in Finanzunternehmen“, September 2015, unter <http://www.dvfa.de/mediathek/standards/ethik.html>



## 6. Kompetenz/Eigenverantwortlichkeit

Die Erstellung von Finanzresearch 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 Finanzresearchs sind als berufsständische Pflichten von jedem Analysten eigenverantwortlich wahrzunehmen. Die Professionsordnung der DVFA<sup>5</sup> empfiehlt Investment Professionals, sich lebenslang weiterzubilden und zu entwickeln. Dies wird verstanden als Ausdruck einer professionellen Grundhaltung.

## 7. Informationsbeschaffung

Der Analyst ist verpflichtet, aktuelle und qualitativ zuverlässige Informationen zu verwenden. Diese Informationen müssen sorgfältig ermittelt werden und sollen wesentliche Einflussfaktoren abdecken. Unter dem Titel „Evidence-based Investment Analysis (EBIA)“ hat die DVFA in den europäischen Finanzmärkten eine Debatte begonnen, die die Frage aufwirft, welche Evidenzen Investment Professionals in die Investitionsrechnung und -entscheidung einbeziehen. Die DVFA fordert, dass Investment Professionals u.a. ihre Annahmen, die zur Auswahl von bestimmten Informationen geführt haben, sowie die Grenzen der Aussagekraft von Informationen dokumentieren. Das Ziel von EBIA ist eine Abkehr von einer unsystematischen und unstrukturierten Empirie in den Finanzmärkten.

## 8. Beachtung der Marktstandards

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

## 9. Entlohnung

Mit der MiFID II sind Ersteller von Research gesetzlich verpflichtet, dem Abnehmer ihre Researchprodukte zu berechnen. Die MiFID II gibt hierzu klare Vorgaben.

## 10. Eigengeschäfte

Analysten sollen keine Finanzinstrumente halten, welche Gegenstand ihres Finanzresearchs 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 Ausführungsbestimmungen.

---

<sup>5</sup> [http://www.dvfa.de/fileadmin/user\\_upload/DVFA-Professionsordnung-2018-02-28.pdf](http://www.dvfa.de/fileadmin/user_upload/DVFA-Professionsordnung-2018-02-28.pdf)

## Mindeststandards für Finanzresearch (MSFR)

### 1. Anwendungsbereich

Die Mindeststandards für Finanzresearch gelten unbeschadet der gesetzlichen Definitionen und Bestimmungen<sup>6</sup>.

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 Arbeitsschritte, die zur fundierten Erstellung von Finanzresearch 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.

Finanzresearch, 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 Finanzresearch-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 Finanzresearch-Produkten, vielmehr sind die Analysten in der Ausgestaltung ihrer Finanzresearch-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.

---

<sup>6</sup> Insbesondere der gesetzlichen Vorschriften in §85 Wertpapierhandelsgesetz.

# Deutsche Grundsätze für Finanzresearch

## 2. Allgemeine Anforderungen für Finanzresearch

Die Grundsätze ordnungsmäßigen Finanzresearchs (GoFR) und die Mindeststandards für Finanzresearch (MSFR) bieten in der jeweils gültigen Fassung den Rahmen für die ordnungsgemäße Erstellung von Finanzresearch.

### 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.

Finanzresearch soll auf Basis der Grundsätze ordnungsmäßigen Finanzresearchs (GoFR) und den Mindeststandards für Finanzresearch MSFR erstellt werden. Abweichungen sind offen zu legen.

### 2.2. Organisation zur Vermeidung von Interessenkonflikten

Unternehmen, die Finanzresearch erstellen, bzw. selbständige Ersteller von Finanzresearch haben im Wege innerbetrieblicher Organisations- und Kommunikationsregeln für die Vermeidung von 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 Finanzresearch verantwortlich.

### 2.4. Hinweis auf fremde Quellen

Die Ersteller von Finanzresearch werden sich nicht unbefugt fremder Leistungen oder Veröffentlichungen bedienen. Soweit sie befugt und sachgerecht fremde Leistungen und Veröffentlichungen in ihrer Publikation verwenden, haben sie die Quelle kenntlich zu machen.

### 2.5. Disclaimer

Bei jeder Art von Finanzresearch 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 Finanzresearch mitzuteilen.

## 3. Research-Inhalte

Alle folgenden Angaben beziehen sich auf den Inhalt von Basis-Research (vgl. Punkt 4.1). Angaben zu den Bestandteilen anderer Researchprodukte finden sich in der tabellarischen Darstellung im Anhang.

### 3.1. Executive Summary/Investment Case

Die Executive Summary fasst die Kernaussagen, Schlussfolgerungen sowie die Empfehlung zusammen.

### 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 komprimierter 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 erfolgen<sup>7</sup>. 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.

<sup>7</sup> Anerkannte Methoden enthält beispielsweise der „Leitfaden für Unternehmensbewertungen im Aktienresearch“, unter <http://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/Leitfaden-Unternehmensbewertungen-Aktienresearch-2018.pdf>

## 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 und CSR

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 z.B. der Deutsche Corporate Governance Kodex vom Emittenten anerkannt wird bzw. wie die dazu gehörige Entsprechungserklärung vom Unternehmen ausfällt.

Die Analyse der CSR (Corporate Social Responsibility)-Aktivitäten sollte von Finanzanalysten grundsätzlich vorgenommen werden, wobei der DVFA Kodex für Nachhaltigkeit im Anlagemanagement anhand von 5 Thesen den grundsätzlichen Umgang mit Themen der Nachhaltigkeit beschreibt<sup>8</sup>. In den Ausführungen zu These 2 heißt es: „Es gibt ausreichend Evidenzen, dass relevante und materielle E-, S- und G-Kriterien gute Indikatoren für die Zukunftsfähigkeit von Unternehmen und Investitionen sind. Wer Nachhaltigkeitskriterien ignoriert, verhält sich nicht professionell, da er wichtige Anhaltspunkte für eine gut begründete Investitionsentscheidung unberücksichtigt lässt.“ Damit sei nicht gesagt, dass Finanzanalysten ESG zwingend in die Finanzanalyse einbeziehen müssen, sondern dass sie sich ein Bild über die Relevanz und Materialität der entsprechenden Aspekte machen müssen.

## 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

---

<sup>8</sup> <http://www.dvfa.de/verband/themengremien/nachhaltigkeit-im-anlageprozess.html>

## 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<sup>10</sup> 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<sup>9</sup>.

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.

---

<sup>9</sup> 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.

<sup>10</sup> Die Einstufung der Empfehlung kann z.B. auf einer fünf- oder dreistufigen Skala erfolgen. Die Skalierung ist im Anhang des Researchs 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.

# Deutsche Grundsätze für Finanzresearch

## 4. Research-Produkte

Dieser Punkt bestimmt die Mindestinhalte der einzelnen Research-Produkte<sup>11</sup>. 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 (SWOT-Analyse)
- Bewertung
- Unternehmensprofil
- 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

---

<sup>11</sup> Bei der Gestaltung der Research-Produkte kann von einzelnen Mindestinhalten ohne Offenlegung abgewichen werden, wenn die gesetzlichen Vorschriften (§ 85 Wertpapierhandelsgesetz) eine solche Angabe nicht ausdrücklich festlegen.

# Deutsche Grundsätze für Finanzresearch

## **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. Kommentar**

Bei einem Kommentar handelt es sich um eine zeitnahe Ersteinschätzung von Nachrichten und publizierten Ergebnis eines Unternehmens. Der Kommentar umfasst üblicherweise wenige Zeilen (z.B. Morning Note, Daily, Flash etc.).



## Mindeststandards für Finanzresearch - Tabellarische Übersicht nach Produkten

	3.1. Executive Summary/ Investment Case	3.2. Stärken/ Schwächen-Analyse	3.3. Bewertung	3.4. Unternehmensprofil	3.5. Management	3.6. Corporate Governance und CSR	3.7. Aktionärsstruktur	3.8. Markt- und Wettbewerbsanalyse	3.9. Fundamentalanalyse/ Prognosemodell	3.10. Empfehlung	Verwendung Emissionserlös	Kurs	Name des Analysten	Datum	Übersicht Key-Data 3)	Definition der Empfehlung 1)	Hinweise zu Interessenskonflikten	Disclaimer
Basis-Research	P	P	P	E	E	E	E	P	P	P 2)		P	P	P	P	P	P	P
IPO-Research	P	P	P 5)	E	E	E	E	P	P		P		P	P	P	P	P	P
Research-Update	P	P	P						P	P 2)		P	P	P	P	P	P	P
Kommentare 4)										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 6)
TV-Interview										P 2)			P	P		P 6)	P 6)	P 6)
Radio-Interview										P 2)			P	P		P 6)	P 6)	P 6)
Presse-Interview										P 2)			P	P		P 6)	P 6)	P 6)

### Legende

<b>P</b>	<b>Pflicht; muss zwingend enthalten sein.</b> Bei der Gestaltung der Research - Produkte kann von einzelnen Mindestinhalten ohne Offenlegung abgewichen werden, wenn die gesetzlichen Vorschriften (§ 85 Wertpapierhandelsgesetz) eine solche Angabe nicht ausdrücklich festlegen.
<b>E</b>	<b>Empfehlung; kann in der Finanzanalyse zusätzlich berücksichtigt werden</b>
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)	Zusammenfassung wichtigster P&L-/ Bilanz- und Bewertungskennzahlen sowie Markt kapitalisierung, Free Float, etc.
4)	Z.B. Dailies, Flashes, etc.
5)	Sofern im Zuge der Transaktion zulässig.
6)	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 e.V. – Der Berufsverband der Investment Professionals

Der DVFA e.V. ist die Landesorganisation aller Investment Professionals in den deutschen Finanz- und Kapitalmärkten. Unsere 1.400 Mitglieder repräsentieren die Vielfalt des Investment- und Risikomanagements in Deutschland. Wir engagieren uns für die Professionalisierung des Investment-Berufsstandes, erarbeiten Standards und fördern den Finance-Nachwuchs. Unser Netzwerk bringt Praktiker und Theoretiker sämtlicher Investmentdisziplinen unter dem DVFA Dach zusammen.

Der Verband ist international verankert. Er ist Mitglied von EFFAS - European Federation of Financial Analysts Societies mit über 17.000 Investment Professionals europaweit, und auch Mitglied bei der ACIIA - Association of Certified International Investment Analysts, einem Netzwerk mit 100.000 Investment Professionals weltweit.

### IMPRESSUM

Herausgeber: DVFA e.V.  
V.i.S.d.P.: Ralf Frank

Amtsgericht Frankfurt am Main  
VR 8158

© 2018 DVFA e.V.

Das Werk ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.

### KONTAKT

Mirka Kučerová  
Leiterin Verbandsgeschäftsstelle

DVFA e.V.  
Mainzer Landstraße 47a  
60329 Frankfurt am Main  
Tel.: 069/50 00 42 31 55  
mku@dvfa.org