Dezember 2011 | Ausgabe Nr. 81



Achtung, ein Analyst!

Investoren werden überhäuft mit Analysten-Empfehlungen. Wer sich daran orientierte, verlor in der Vergangenheit viel Geld. Der folgende Kommentar zeigt auf, warum bei Analysten-Empfehlungen Vorsicht geboten ist.



Um an der Börse erfolgreich zu sein, braucht es zugegebenermassen manchmal auch etwas Glück. Wenn Sie in eine Aktie investieren, ist es jedoch ratsam, sich nicht alleine aufs Glück zu

verlassen, sondern das Unternehmen, in das Sie investieren, etwas genauer zu analysieren. Eine gründliche Unternehmensanalyse ist jedoch äusserst aufwendig und nur wenige Investoren verfügen über die hierzu erforderliche Zeit, das Fachwissen oder Zugang zu den Informationen. Es ist daher verständlich, dass manch einer sich bei seinen Börsengeschäften auf Einschätzungen von Analysten abstützt. Hier ist jedoch grosse Vorsicht geboten. Insbesondere muss man sich als Anleger darüber im Klaren sein, an wessen Meinung man sich orientiert.

In der Finanzwelt wird klar differenziert, ob eine Analyse von einem Buy- oder Sell-Side Analysten stammt. Um den Unterschied zwischen diesen beiden Analysten zu verstehen, lohnt ein kurzer Blick in die Vergangenheit.

Früher galten die meisten Analysten, also auch die, die bei Brokerhäusern angestellt waren, als überwiegend unabhängig. Diese Unabhängigkeit wurde gewährleistet durch eine klare Trennung (Chinese Wall) zwischen dem Brokerage-Geschäft und dem Investment Banking eines Finanzinstituts. Die Trennung gewährleistete eine hohe Qualität der Analystenberichte, da allfälligen Interessenkonflikten vorgebeugt wurde. Jedoch führte nicht zuletzt der höhere Wettbewerb durch Online-Broker aus dem Internet dazu, dass die Margen beim Aktienhandel erodierten. Finanzielle Gründe brachten die "Chinese Wall" schliesslich zu Fall, womit sich die Funktion und die Bezeichnung der Broker-Analysten grundlegend änderte. Aus ihnen wurden Verkäufer. Immerhin ist der Finanzsektor wenigstens hierbei vorbildlich transparent und führte die Bezeichnung "Sell-Side-Analyst" ein.

Während diese Analysten früher Wert auf eine qualitativ hochwertige Analyse legten, besteht ihre Aufgabe heute hauptsächlich darin, Kommissionen, also Erträge fürs eigene Haus zu generieren. Von ihnen deutlich zu unterscheiden sind die Buy-Side Analysten, die im Asset Management angesiedelt sind und Studien erstellen, um den Wert der verwalteten Vermögen zu steigern.

Ein Blick in Sell-Side-Studien kann trotzdem lohnen, jedoch werden diese von Buy-Side-Analysten stets mit einer kritischen Distanz rezipiert. Die Forschung¹ bestätigt, dass Buy-Side-Analysten bei einer kritischen Haltung gegenüber Sell-Side-Studien eine bessere

¹ siehe u.a. Stanzel, M.: "Qualität des Aktienresearchs von Finanzanalysten", Giessen 2007

Rendite bei der Verwaltung der Assets erwirtschaften.

Ein grosses Problem bei Sell-Side-Analysen ist der Anlagehorizont, der auch durchaus inhaltlich gut erstellte Analysen in einem zweifelhaften Licht erscheinen lässt. Je kürzer die Haltedauer einer Aktie umso mehr Kommissionen werden erwirtschaftet. Viele Analysen sind daher so ausgelegt, dass man als Investor sein Portfolio immer wieder umschichten sollte. Die entstehenden Transaktionskosten sind dabei natürlich "des einen Leid, des anderen Freud." Während den Sell-Sideüblicherweise eine Aktien-Analysen Haltedauer von unter einem Jahr zugrunde liegt, kann diese bei Buy-Side-Analysen Zeiträume von drei bis fünf Jahren umfassen. Ein solcher, längerfristiger Investment-Case wird nicht so schnell verworfen, nur weil das Unternehmen mit seinen Quartalszahlen enttäuscht hat. Ein Verkauf wird vielmehr erst dann vorgenommen, wenn fundamentale Veränderungen festgestellt werden, die am langfristigen Erfolg des Unternehmens zweifeln lassen.

Im Gegensatz zu Buy-Side-Analysten sind Sell-Side-Analysten motiviert, möglichst optimistische Prognosen zu erstellen, da mit ihnen das Transaktionsvolumen besser gesteigert werden kann. Dies hängt damit zusammen, dass eine positiv beurteilte Unternehmensaktie immer wieder und von allen Investoren mit Anlagebedarf gekauft werden kann. Eine Aktie mit einer Verkaufsempfehlung dagegen kann nur einmal, und das auch nur von den Haltern der Aktie verkauft werden.

Angesichts dessen verwundert es kaum, dass Sell-Side-Analysten überwiegend positive Empfehlungen abgeben. Was gut für den eigenen Arbeitgeber ist, ist auch gut für die eigene Karriere. Untersuchungen² zu Sell-Side-Analystenkarrieren deuten darauf hin, dass bei positiven Unternehmensanalysen die eigene Karrierechance spürbar verbessert wird.

Da die Sell-Side Kommissioneneinnahmen steigern will, ist sie im Gegensatz zur Buy-Side daran interessiert, ihre Analysen einem möglichst breiten Publikum zur Verfügung zu stellen. Dies führt jedoch automatisch dazu, dass ihre Empfehlungen mit denen anderer Analysten verglichen werden können. Grundsätzlich sollte dieser Konkurrenzdruck ja die Qualität verbessern. Damit werden jedoch auch Prozesse in Gang gesetzt, die ein Herdenverhalten begünstigen und eine objektive Analysearbeit erschweren. Es hat sich gezeigt³, dass es für die Karriere vorteilhafter ist, sich an der Konsensmeinung zu orientieren, unabhängig davon ob man mit allen anderen zusammen Recht oder Unrecht hat. Gift für die Karriere ist es dagegen, eine falsche und vom Konsens abweichende Analystenmeinung zu haben. Mutige Analysten, die öfters mit ihrer Einschätzung von der herrschenden Marktmeinung abweichen, werden, wie Untersuchungen zeigen, bestraft. Sie müssen mit einer deutlich höheren Wahrscheinlichkeit Ihren Beruf aufgeben.

Aus den obigen Ausführungen wird klar, dass Buy-Side-Analysen für Investoren interessanter sind, da sie ohne Interessenkonflikte erstellt werden. Im Gegensatz zur Sell-Side werden diese aber, gerade um eine hohe Qualität zu gewährleisten, in der Regel nicht publiziert. Somit stammen praktisch alle für eine breitere Masse verfügbaren Analysen von der Sell-Side und sollten daher mit einer kritischen Haltung gelesen werden.

Um Interessenkonflikte, die in der Wissenschaft unter der Principal-Agent-Thematik diskutiert wird, auszuschliessen, hat ARVEST in der gesamten Unternehmensgeschichte seit 1974 noch nie einen Sell-Side-Analysten beschäftigt. Vermutlich hat auch dieser Sachverhalt mit dazu beigetragen, dass wir mit allen unseren Aktienfonds den Markt mit grossem Abstand geschlagen haben.

01.12.2011 ARVEST Funds AG, Beyzade Han, MBA Fondsmanager

² Stanzel (2007), Seite 138

³ Graham, J. "Herding among investment newsletters: Theory and evidence", The Journal of Finance 54, 237–268