

# Magerer Ausblick

**Analysten** Der Kostendruck im Investment Banking führt zu Personalabbau im Research. Investoren klagen über die Kurzsicht der Studien.

LAURINA WALTERSPERGER

Es war für alle Beteiligten jahrelang ein gutes Geschäft: Die Analysten im Investment Banking schafften mit ihren Studien und Anlageempfehlungen eine Bühne, auf der sie Investoren und Manager börsenkotierter Firmen erfolgreich zusammenbringen. Ob bei Anlageempfehlungen, Analysen für Börsengänge oder Fusionsbewertungen: Die Banken konnten stets hohe Kommissionen kassieren, die Investoren erfreuten sich an ihrer Rendite und die Unternehmer kamen an frisches Geld.

Diese Zeiten sind vorbei. Zwar gibt es noch ein paar Börsengänge. Doch das bisherige Geschäftsmodell hat ausgedient, weil es den Investoren kaum noch Nutzen bringt. Banken müssen sparen. Das führt dazu, dass die Research-Abteilungen vielerorts ausgedünnt werden oder gewisse Anbieter ganz verschwinden. Entweder decken Analysten immer weniger Firmen ab, oder sie müssen sich um immer mehr Titel kümmern. Das führt dazu, dass Analysten die Firmen oft nur noch zu deren Quartalszahlen bewerten. Was fehlt, sind

umfangreiche Studien. Seit der Finanzkrise hat sich dieser Trend noch verstärkt.

«Ich sehe mutlose Analysten, die nur noch von Quartal zu Quartal denken», sagt Mirko Sangiorgio, Chef beim Vermögensverwalter Santroinvest. Der Analysefokus liegt bei den meisten Banken nur noch auf der sogenannten Maintenance-Arbeit, die anfällt, wenn Unternehmen ihre Zahlen präsentieren. Für Sangiorgio fehlen «die pointierten Aussagen der Analysten», die mit einem längerfristigen Zeithorizont Entwicklungen eines Unternehmens einschätzen und deren Auswirkungen für Investoren voraussagen.

## Schrumpfendes Geschäft

Die mager gewordenen Analysen sind für Sangiorgio zu einem grossen Teil dem hohen Kostendruck geschuldet, der im Zuge der Krise besonders im Investment Banking Einzug hielt. Das bekam auch die Sell-Side-Analyse hart zu spüren. Diese gehört der Investmentbank an und dient dazu, mit Studien und Einschätzungen Transaktionen und damit Kommissionen für den bankinternen Handel zu generieren. Für den Kostendruck im Investment

Banking sind die sinkenden Transaktionsvolumen aus Handel, Akquisitions- und Finanzmarktgeschäften verantwortlich. Diese haben mit der Krise ebenfalls stark abgenommen. «Damit verringern sich unsere Margen und wir mussten Kapazitäten abbauen, um die Kosten zu senken», sagt Panagiotis Spiliopoulos, Chef des Sell-Side-Research bei Vontobel. In den letzten fünf Jahren ist sein Aktien-Analysten-Team von 26 auf 12 Mitarbeiter gesunken. Die Bank hat in dieser Zeit die Analyse ausländischer Firmen aufgegeben. Die Anzahl Schweizer Titel, die sie abdecken, sei in der Zeit von 140 auf 125 Unternehmen zurückgegangen. Auch die Grossbank UBS kündigte bereits im Herbst 2012 an, dass sie bis zum Jahr 2015 auf rund 54 000 Mitarbeiter schrumpfen werde. Das dürfte auch Analysten treffen. «Die Produktivität und Aktienabdeckung pro Analyst wurde erhöht», sagt eine Sprecherin. Während die meisten Banken abbauen mussten, sei das 15-köpfige Team bei der ZKB in den letzten Jahren hingegen unverändert geblieben, sagt Chefanalyst Sven Bucher. Das Titeluniversum sei in der Zeit um einzelne Titel auf 125 Firmen gestiegen.

## Alternative Anlagemöglichkeiten

Während die Research-Abteilungen schrumpfen und die Qualität der Analyse nach Meinung vieler Investoren leidet, sind immer weniger Anleger bereit, Geld für Aktienempfehlungen zu zahlen. Erschwerend kommt der ETF-Trend hinzu: Immer mehr Anleger wählen börsengehandelte Indexfonds (Exchange Traded Funds, ETF). Mit ihnen lässt sich inzwischen in fast alle Anlageklassen investieren – und die Gebühren sind sehr niedrig. Der ETF-Markt ist seit der Krise stark gewachsen. In Europa sind rund 273 Milliarden Euro in ETF investiert, 2009 war das verwaltete Vermögen mit 159 Milliarden Euro fast halb so gross.

Die hohe Nachfrage nach ETF habe massgeblich auch damit zu tun, dass sich sowohl private als auch institutionelle Investoren statt an einzelnen Aktien vermehrt wieder an Referenzindizes orientieren, sagt Sangiorgio. Man nehme lieber eine durchschnittliche Rendite hin, als ein besseres Ergebnis mit mehr Risiko zu erzielen. Auch Finanzprofessor Manuel Ammann von der Universität St. Gallen beobachtet, dass «gerade Grossinvestoren ihre Kundenmandate immer mehr passiv verwalten». Damit bricht ein beträchtlicher Anteil der Nachfrage nach Sell-Side-Research weg.

«Wer den Sell-Side-Job heute noch macht, muss es aus Freude an der Tätigkeit tun», sagt Spiliopoulos. Mittlerweile könne man mit einem deutlich geringeren Arbeitspensum in einer Linienfunktion oder in der Beratung gleich viel verdienen. Das führt zur Abwanderung vieler Analysten. Sie wechseln auf die Buy-Side, um dort ihr Research der bankinternen Vermögensverwaltung und dem Portfolio-Management zur Verfügung zu stellen. Die Machtverhältnisse der beiden bank-

internen Analystengruppen haben sich zugunsten der Buy-Side verschoben. Die Banken sind in der Pflicht, ihr Geschäftsmodell der Beratung neu zu definieren. Vor diesem Hintergrund bauten viele Buy-Side-Teams ihre Analysekapazitäten und den Zugang zu Firmen aus, sagt ein Branchenkenner, der seinen Namen nicht in der Zeitung lesen möchte. «Mit dem direkten Zugang zu den Firmen-Managements macht die Buy-Side den bisherigen Vorteil der Sell-Side zunichte.»

Andere, die der Industrie den Rücken kehren, machen sich selbstständig. Da gerade im Bereich der Nebenwerte immer weniger Titel von den Banken abgedeckt werden, haben einige Analysten eine Marktlücke entdeckt. So etwa der langjäh-

## «Wir Investoren brauchen wieder mehr qualitative Analyse.»

**Mirko Sangiorgio**  
CEO Santroinvest

rige Sell-Side-Analyst Bob Pooler, der mit seiner Firma valuationLAB seit kurzem eigenes Research für Unternehmen im Life-Science-Bereich anbietet. «Unternehmen, die nicht mehr von den Banken abgedeckt werden, gelangen so wieder an Investoren», sagt er. Seine Auftraggeber sind Firmen, über die Pooler schreibt. Die Unabhängigkeit seiner Studien ist damit fraglich. Pooler entgegnet, er setze auf «volle Transparenz seiner Bewertungsmodelle», damit die Investoren seine Analyse nachvollziehen könnten. Dafür habe er erst einige Überzeugungsarbeit leisten müssen. Gerade im Pharma- oder Biotech-Bereich mache dieses Geschäftsmodell Sinn, sagt ein institutioneller Investor, der namentlich nicht genannt werden will. Das Industrierwissen vieler Finanz-

analysten auf der Sell-Side sei oft sehr mager. Das werde augenscheinlich, wenn es darum gehe, eine Einschätzung über die Kommerzialisierbarkeit gewisser Forschungsfortschritte eines Pharmaunternehmens abzugeben.

Auch andere Informationsdienstleister der Finanzindustrie nutzen den Rückgang der Sell-Side-Aktivitäten. So hat bei der Finanznachrichtenagentur Bloomberg David Dwyer, der lange Zeit Analyst bei JP Morgan und Citigroup war, in den letzten drei Jahren ein Team von über 100 Analysten aufgebaut. Der Bereich «Business Industries» deckt schon über 100 Industrien ab und soll weiter ausgebaut werden.

Bei der Sell-Side-Analyse brauche es wieder mehr «als standardisierte Kennzahlenermittlung an der Oberfläche», sagt Professor Ammann. Die Unterschiede in Qualität und Industrierkenntnissen seien riesig – «da müssen einige wieder mehr bieten». Für Sangiorgio haben es die Sell-Side-Analysten in der Hand, etwas gegen den zunehmenden Vorwurf der Kurzfristanalyse zu tun. «Wir Investoren brauchen wieder mehr qualitative Aussagen» – Studien, losgelöst von irgendwelchen Quartalszahlen, «die Zusammenhänge darstellen, Branchen vergleichen und mit Industrierwissen untermauert sind.»

So ist die Bank Vontobel bereits seit 2012 von der kurzen Quartalszeit der Analyse weggekommen. «Wir publizieren keine Standardberichte zu Quartalszahlen mehr», sagt Spiliopoulos. Die seien nach einer Woche sowieso veraltet. Damit reagiert er auf die Bedürfnisse der Investoren – «diese wollen nicht wegen Zahlen angerufen werden, sondern wegen einer guten Investment-Idee». Ein Umdenken, vor dem sich viele in der Industrie scheuen. Doch dieser Schritt scheint unumgänglich – will das Sell-Side-Research künftig wieder die Bühne für Investoren und Unternehmen erfolgreich orchestrieren.



Finanzanalyse: Oft bewerten die Fachleute nur noch Quartalszahlen der Unternehmen.

ANZEIGE



Cembra Money Bank  
Anlagemöglichkeiten

## Kassenobligationen

8 Jahre	2.00%
7 Jahre	1.75%
6 Jahre	1.65%
5 Jahre	1.50%
4 Jahre	1.25%
3 Jahre	1,00%
2 Jahre	0,63%

Anlagebetrag ab CHF 5 000.–,  
höhere Beträge durch CHF 1 000.– teilbar,  
Zinsänderungen vorbehalten.

Kontaktieren Sie uns unter 0800 010 111 (gebührenfrei)  
oder besuchen Sie uns in einer unserer 25 Filialen.  
www.cembra.ch  
Cembra Money Bank AG, Bändliweg 20, CH-8048 Zürich

## RESEARCH

### Das Geschäft mit der Analyse

**Auszeichnung** Während viele Analysten dem Research den Rücken kehren, haben sich andere etabliert. Das Magazin «Institutional Investor» kürt jedes Jahr die besten Analysten in den einzelnen Industriesektoren. Dazu zählen 2013 auch Finanzexperten der Schweizer Grossbanken: Jonathon Rigby (UBS), Lars Kjellberg (Credit Suisse), Jonathan Leinster (UBS), Jamie Brandwood (UBS). Mit 10 Auszeichnungen gewannen die Analysten der Deutschen Bank am häufigsten.

**Banken** Mit Blick auf alle Finanzhäuser bewertet das Magazin das Research der UBS als das zweitbeste, nach der Deutschen Bank. Auf dem dritten Platz steht die Bank of America/Merrill Lynch. Die Credit Suisse rangiert

unverändert zum Vorjahr zusammen mit Barclays und Citi auf dem sechsten Platz.

**Industrie** Das Chartered Financial Analyst Institut (CFA) ist weltweit die grösste Organisation, die Finanzanalysten ausbildet. Sie hat 122 664 Mitglieder aus 142 Ländern, mehr als die Hälfte davon arbeitet in Nordamerika. In der Schweiz zählt das CFA-Institut 2741 Mitglieder. Davon arbeiten 1307 Analysten in der Vermögensverwaltung (Buy-Side), die Mehrheit von ihnen als Portfolio Manager. Im Research-Bereich des Investment Banking (Sell-Side) sind es nur 291 CFA-Analysten. Die übrigen Finanzspezialisten arbeiten als Kundenberater, Risikomanager oder Finanzberater.