

Was Finanzanalysen tatsächlich wert sind

Die neue EU-Finanzmarktregulierung mischt den Markt für Research-Berichte mit unabsehbaren Folgen auf

Ab nächstem Jahr müssen in der EU Banken und Broker für ihre Finanzanalysen Geld verlangen. In der Branche herrscht über den durch die Regulierung verordneten Wettbewerb Aufregung: Niemand weiss, was die Finanzberichte wert sind.

GERALD HOSP, LONDON

Albert Edwards ist eine Art Pop-Star unter den Finanzanalytikern. Jedes Jahr lädt der Stratege der französischen Bank Société Générale zu einer Präsentation im Londoner Stadtteil Mayfair, die eine Mischung aus Analyse, Kabarett und Finanz-Messe eines Gurus ist. Mehrere hundert Männer und Frauen, meist in Schwarz und Grau gewandet, strömen jährlich zu Edwards, dessen bunte Hemden zu seinem Markenzeichen wurden. Die Veranstaltung wird auch als «Woodstock der Bären» bezeichnet, weil Edwards ein ausgewiesener Schwarzseher ist. Im Börsenjargon wird ein Bärenmarkt durch anhaltend fallende Kurse gekennzeichnet.

Forcierte Entbündelung

Während sich die Leute zu Edwards hinbewegen, ist es um die Aufmerksamkeit für den Grossteil der Berichte von Finanzanalytikern eher schlecht bestellt. Viele Research-Berichte landen in den Untiefen von E-Mail-Ordnern, ungelesen und unberücksichtigt. Es gibt Schätzungen, dass nur 5% der Berichte geöffnet werden. Dies hängt damit zusammen, dass Banken, Broker und andere Finanzinstitute bisher nicht mit der Veröffentlichung der Research-Berichte Geld verdienen, sondern mit den Kommissionen bei der Abwicklung von Wertpapiertransaktionen.

Die Finanzanalyse ist dabei vor allem ein Marketinginstrument, das quersubventioniert wird. Fondsmanager, Vermögensverwalter und andere Investoren nahmen die unterschiedliche Qualität der Finanzanalysen hin, weil sie mit Informationen zu Unternehmen und zu den Finanzmärkten ohne offene Gebühren gut versorgt, wenn nicht überhäuft wurden. Die Zeche zahlten in überwiegender Masse die Anleger.

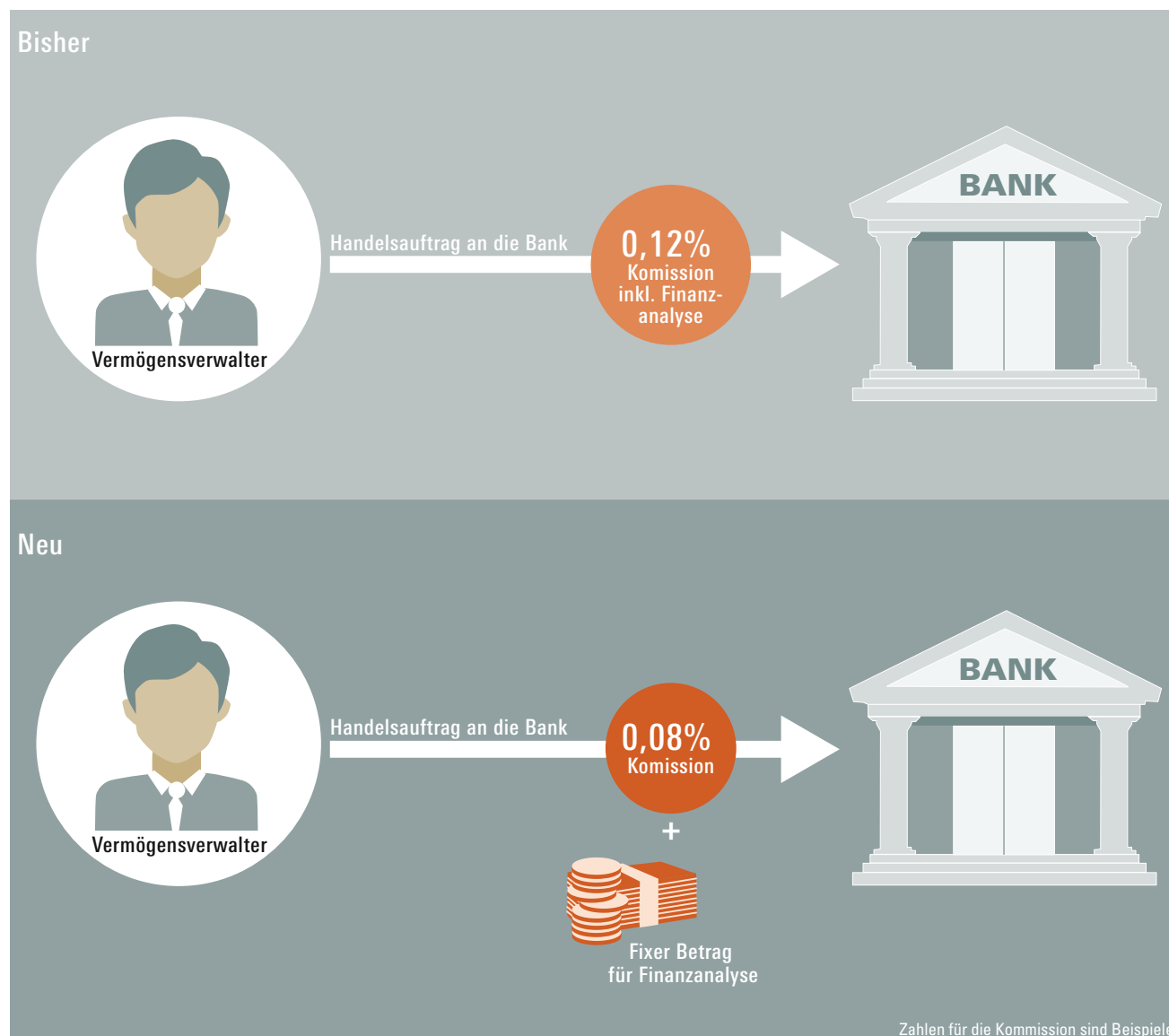
Die Branche ist derzeit in Aufruhr, weil in der EU dieses System bald ausgedient hat. Ab dem nächsten Jahr schreibt die EU-Richtlinie Mifid II, die Sparer und Anleger besser schützen soll, die Entbündelung der Gebühren für die Bereiche Handel, Abwicklung und Finanzanalytiker-Berichte vor. Das heisst, dass Research-Papiere etwas kosten müssen – und deshalb für ihre Abnehmer verstärkt einen Zusatznutzen bringen sollten. Welche Auswirkungen dies auf die Analytiker und die Menge an Finanzanalysen haben wird, ist noch nicht absehbar.

Der Leiter der Research-Abteilung einer internationalen Investmentbank sagte im Gespräch, was er jetzt erzähle, könne in einiger Zeit schon ungültig sein. Bis zum April des nächsten Jahres werde es aber in den Londoner Bankentürmen auf alle Fälle grosse Umwälzungen geben. Aber nicht nur die Regulierung, die vor allem in Grossbritannien angestossen wurde, ist der Anlass dazu. Während der Finanzkrise sanken auch die Handelsumsätze, und die Banken wurden kostenbewusster, was sich fortsetzt. Zudem verbreiten sich immer mehr passive Anlageformen, was den Druck erhöht.

Dass mit dem bürokratischen Moloch Mifid II eine Neuregelung der Finanzanalyse kommt, stand schon länger fest. Die Aufregung darum hat aber erst in diesem Jahr so richtig zugelegt. Ein Fondsmanager erzählt, dass hektisch telefoniert wurde, um die Zahlungsbereitschaft und die Wünsche der Investoren herauszufinden. Dabei machten die Banken oft keine schriftlichen Angebote, sondern bevorzugten eine mündliche Aussprache, um flexibel zu bleiben.

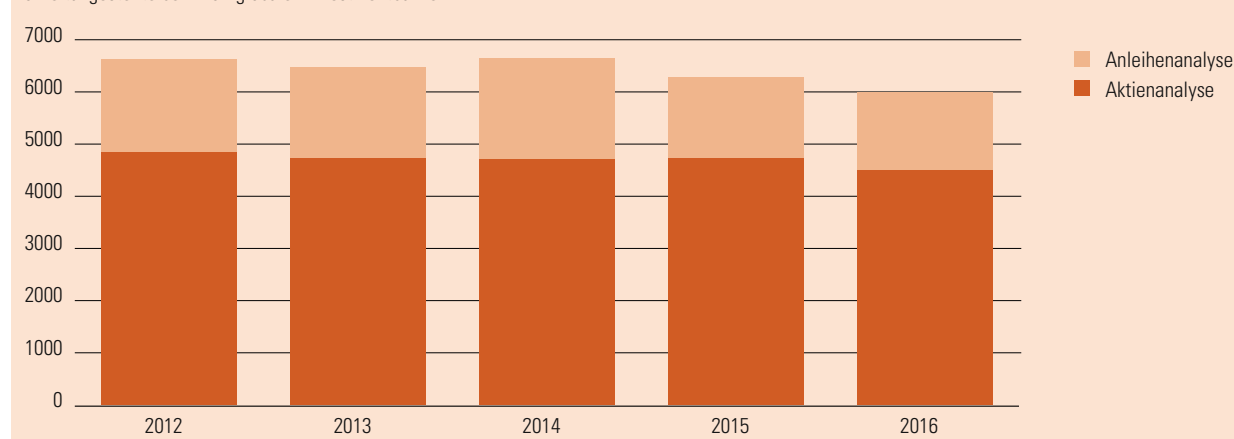
Immer wieder tauchte in den ersten Nennungen die Zahl von bis zu 100 000 \$

Wie künftig für Finanzanalysen bezahlt werden soll



Die Anzahl der Analytiker nimmt ab

Vollzeitangestellte bei zwölf globalen Investmentbanken



QUELLEN: COALITION, QUINLAN & ASSOCIATES ANALYSIS

NZZ-Infografik/lea.

als jährlicher Gebühr für einen Research-Basisdienst für eine mittelgrosse Fondsgesellschaft auf. Der Preis hängt aber von vielen Faktoren wie dem Umfang des Dienstleistungspaketes, der Anzahl Mitarbeiter, die die Berichte erhalten, oder dem Zugang zu Unternehmen für die Fondsmanager ab. Bei der amerikanischen Citigroup spricht man von 10 000 \$ als Preis für ein Basispaket, das den reinen Zugang zu Research-Berichten enthält. Diese Zahl hört man auch anderswo.

Die Nennung von niedrigen Preisen in einem Markt mit Überangebot hat bereits die Befürchtungen des Preisdumpings grosser Anbieter zunehmen lassen. Grosse Banken könnten einen «Kampfpreis» hervorzaubern. Kleinere Anbieter von Finanzanalysen würden dadurch in Probleme geraten. Eine andere Folge von Mifid II könnte sein, dass sich einige Banken und Broker vor allem von der Abdeckung kleinerer und mittlerer Unternehmen zurückziehen, um Kosten zu sparen. Man spricht auch davon, dass verstärkt kleinere oder private Unternehmen selbst für die Analysen bezahlen könnten, eine Art Rating-Agentur-Modell für den Aktienmarkt. Durch diese Effekte könnten die Abdeckung und die «Qualität» sinken, ohne zugleich das Problem der Interessenkonflikte zu lösen.

Die grosse Frage am Markt ist aber für alle Anbieter, wer wie viel für die Analysen zu zahlen bereit ist. Der Jour-

nalist Jonathan Ford, der den Dienst Breakingviews für Finanzkommentare mitgegründet hat, meinte an einer Veranstaltung verschmitzt, dass die einzige Information, für die man zahle, illegal sei. Ganz so pessimistisch muss man nicht sein. Einbussen wird es aber geben: Laut Quinlan & Associates werden die Ausgaben für Forschungsberichte weltweit bis zum Jahr 2020 um bis zu 30% zurückgehen. Laut dem Datendienstleister Coalition nimmt die Anzahl der Analytiker bei zwölf globalen Investmentbanken bereits seit einigen Jahren ab. In der Branche werden die Zahlen aber auch angezweifelt. Es habe sich noch nicht viel getan, heisst es vielmehr. Grössere Veränderungen sind aber im Anmarsch.

Im Idealfall steigt die Qualität

Hinter der Idee der Entbündelung steckt die Absicht, die Transparenz zu erhöhen, Interessenkonflikte und Gefälligkeitsanalysen zu vermeiden und für niedrigere Kosten für die Anleger zu sorgen. Im Idealfall steigt auch die Qualität des Angebots. Neue und alte Anbieter werden angehalten, innovativer und kundenorientierter zu werden. Einer Branche, die es sich bisher im Zentrum des Finanzkapitalismus mit Quersubventionen gemächlich gemacht hat, soll mehr Wettbewerb eingeimpft werden.

Ein Problem für die Banken und Broker im neuen System ist, dass die Nutzer

der Analysen und die Personen, die bei den Fondsgesellschaften über den Zukauf entscheiden, nicht dieselben sind. Research-Berichte werden dann häufig als Kosten betrachtet, was in einem strengen Preiswettbewerb mündet. Für die Fondsgesellschaften gibt es die Möglichkeiten, die Kosten des Research auf die Endinvestoren direkt und transparent zu übertragen oder den Aufwand selber zu übertragen und mit den Managementgebühren zu verrechnen. Weil die Fondsgesellschaften derzeit aber von passiven Anlageinstrumenten wie Exchange-Traded Funds bedrängt werden, wird es schwieriger, die Research-Kosten zu überwälzen.

Bisher haben sich die meisten Fondsmanager dazu entschlossen, die Kosten selber zu schultern. Die Frage, welche Analysen intern erstellt werden können und welche zugekauft werden sollen, wird sich verstärkt stellen. «Externe Berichte ergänzen unsere internen Kapazitäten und sollen deren Bandbreite erweitern. Zudem bieten externe Anbieter Zugang zu hochspezialisierten Analysen», sagt Joseph Pinto, der beim französischen Fondsmanager AXA Asset Management für die Betriebsabläufe zuständig ist.

Die regulatorische Veränderung spielt sich zudem vor dem Hintergrund eines technologischen Wandels ab. Mit der Digitalisierung sind auch die Möglichkeiten gestiegen, nachzuvollziehen, was tatsächlich und wie intensiv gelesen

wird. Der Leiter der Research-Abteilung einer internationalen Investmentbank meint, die Banken hätten einiges von den traditionellen Medien und vom Umbruch in der Branche gelernt. Es wird vermehrt mit Videos hantiert, die Analysen werden zugänglicher und attraktiver aufgemacht. Die Finanzinstitute experimentieren mit Abonnements und Preisen für einzelne Berichte. Es geht um die Optimierung der Produkte und der Abschöpfung der Zahlungsbereitschaft. Dies ist auch in der Finanzanalyse-Branche nichts prinzipiell Neues. Diesmal müssen sich aber auch die Grossen auf die Beine stellen.

Zudem machen auch Big Data, künstliche Intelligenz und Automatisierung vor der Finanzanalyse nicht halt. Das Generieren und Analysieren von grossen Datensätzen lässt auch neue Anbieter auftreten. Bei etablierten Investmentbanken zeigt man sich mitunter gelassen: Erstens reklamieren einige Institute selbst für sich, Pioniere auf diesem Gebiet zu sein. Zweitens reicht es nicht nur, auf immense Datensätze aufmerksam zu werden. Diese müssen auch in einen Mechanismus integriert werden, der es einem erlaubt, Aktien besser auszuwählen. Die Grossen wägen sich in diesem Spiel aufgrund ihrer Kapitalkraft als gut positioniert.

Neben den reinen Finanzanalysen haben die Investmentbanken und Broker auch gleichsam den «Zugang» zu Unternehmen und Managern verkauft. Was für grössere Fondsmanager weniger wichtig ist, kann für kleinere Vermögensverwalter immer noch ein Produkt sein, für das bezahlt wird. Auch hier gibt es eine Ähnlichkeit mit Medien, die häufig auf Live-Ereignisse wie Konferenzen, Vortragsreihen oder direkte Konversationen setzen. Banken und Broker kennen Investorenkonferenzen, die es erlauben, Konzernchefs und Finanzchefs einer Branche oder einer Region genauer unter die Lupe zu nehmen.

Für Fondsgesellschaften, die selber diesen Zugang haben, muss ein entsprechendes Produkt spezifischer ausfallen: entweder durch hervorragende Verbindungen oder durch das Organisieren eines Gesamtpaketes von Treffen mit Unternehmensvertretern und Experten. Zudem wird die Zeit von Analytiker-Gurus verkauft.

Die Unabhängigen hoffen

Mit der neuen Marktstruktur erhoffen sich die unabhängigen Research-Gesellschaften, die schon immer Analysen gegen Bezahlung angeboten haben, etwas gleich längere Spiesse. Eine Studie für Euro IRP, den Branchenverband der Boutique-Firmen, berichtet davon, dass der Marktanteil der Unabhängigen steigt – dies jedoch in einem schrumpfenden Markt. Die Fondsgesellschaften planen auch, sich auf weniger Analytiker als bisher abzustützen.

Der europäische Markt für Finanzanalysen ist rund 3 Mrd. bis 4 Mrd. \$ schwer, wobei sich in Grossbritannien am meisten abspielt. Mit Mifid II dürften wohl noch mehr Boutiquen entstehen, die meist von erfolgreichen Analytikern und Experten mit Nischenwissen oder mit einem treuen Kundenstamm gegründet werden. Zudem könnten mehr Plattformen aufkommen, über die unterschiedlichste Finanzanalysen vertrieben werden.

Man kann es drehen und wenden, wie man will: In der neuen Welt müssen die Anbieter von Finanzanalysen ihren Klienten einen zusätzlichen Nutzen bringen. Von den Anbietern wird mehr Kreativität gefordert, für manche Investmentbanken dürften die Analysen auch weiterhin ein Mittel zur Beziehungspflege sein. Wenn die Zahlungsbereitschaft nicht hoch ist und man keinen Profit machen kann, wird es aber keinen Anreiz für hohe Qualität geben. Ungleich zur Medienbranche sollte aber Qualität in der Regel zu privaten geldwerten Gewinnen für die Klienten führen, wodurch Investoren eher als Medienkonsumenten bereit sind, ihr Scherflein beizutragen.