



# Analysten und ihre Vorhersagen

von

Dr. rer. nat. Hans Uhlig

## Copyright Hinweis

Der Text und die Abbildungen dieses Beitrages unterliegen dem Urheberrechtsschutz. Wer diese Produkte erwirbt, darf sie für den eigenen Gebrauch nutzen. Kopien oder Wiedergaben in anderer Form ob vollständig oder nur teilweise, bedürfen meiner schriftlichen Zustimmung.

Hans Uhlig, Juni 2010

## Marktentwicklungen und ihre Vorhersage durch 'Analysten'

Robert Shiller, Professor an der renommierten Princeton Universität, New Jersey, U.S.A., schreibt, Privatinvestoren seien geneigt, zu glauben, dass die institutionellen Investoren, sogenanntes '*smart money*' das Niveau des Marktes bestimmen und dass diese über ausgeklügelte Modelle verfügen, und daher besser wissen, in welche Richtung der Markt sich bewegt. Sie wissen nicht, dass die meisten professionellen Anleger genau so ratlos sind, wie sie selbst, wenn es um die Beurteilung geht, ob der Markt korrekt bewertet ist. Im großen und ganzen, so Shiller, seien Marktentwicklungen sich selbst erfüllende Prophezeiungen, die von ähnlichen Vermutungen eines breiten Investorenspektrums getragen werden. Unterstützt und gefördert werden diese Tendenzen durch Medien, die diese Investoren in ihrer Haltung bestätigen.

Eine Studie von James Montier und Rui Antunes von Dresdner Kleinwort einer amerikanischen Investmentbank, hat ergeben, dass die Ertragsschätzungen der 'Analysten' oft weit daneben liegen. Der durchschnittliche Fehler bei Vorhersagen für 12 Monate betrug 43%, für zwei Jahre waren es 93%. In der Regel werden die Erträge überschätzt.

Für Deutschland gibt es ebenfalls Untersuchungen zur Güte der Aussagen von 'Analysten', siehe Löffler & Weber (1999), doch diese beschränken sich auf den Zeitraum von 1988 bis 1994. Im wesentlichen bestätigen sie die für Amerika vorliegenden Daten.

Die Überschätzung der Firmenerträge hat Methode. Für die zwanzig Jahre von 1979 bis 1999 waren die geschätzten Erträge in neunzehn Jahren höher als die tatsächlichen. Robert Shiller, siehe oben, mag daher die Bezeichnung Forschung (engl. *research*) für die Arbeit mancher 'Analysten' nicht gelten lassen. Für ihn ist einiges davon kaum mehr, als Lesen im Kaffeesatz.

Die amerikanische Firma Zacks Investment Research untersuchte die Empfehlungen der 'Analysten' für mehr als 6000 Aktiengesellschaften zum Ende des Jahres 1999, also kurz bevor die heiße Luft aus den aufgeblähten Finanzmärkten entwich. Damals waren 69,5% Kaufempfehlungen, 29,9% Empfehlungen die Papiere zu halten und nicht einmal 1% der Ratschläge waren Verkaufsempfehlungen.

Werner de Bondt, Wirtschaftswissenschaftler an der Universität von Wisconsin, U.S.A. macht die 'Analysten' und ihre grandiosen Fehleinschätzungen der künftigen Firmenerträge für die Finanzmarktschwankungen verantwortlich, aber nicht allein. Auch die Interessengruppen haben mit viel Geld die öffentliche Wahrnehmung stark beeinflusst.

Weiterhin hört man auf 'Analysten', die damals zu Aktienkäufen geraten haben. Immer noch arbeiten sie mit den gleichen fragwürdigen Mitteln. Und die Lobbyarbeit der Finanzbranche läuft auf vollen Touren. Mit Insiderjargon und ein paar Schlagworten mag man schlichte Gemüter beeindrucken, zumal wenn sie in Werbespots zur besten Sendezeit von maßgekleideten 'Erfolgsmenschen' verkündet und auf Hochglanzbroschüren verbreitet werden. Aber das allein kann aus forschen Behauptungen noch keine seriösen Aussagen machen. Hinter der blendenden Fassade steckt allzu oft nichts weiter als wortreiche Unwissenheit, hohle Phrasen, Wunschenken und substanzlose Pseudoerkenntnisse.

Alan Abelson, Leitkolumnist der amerikanischen Finanzzeitung 'BARRON'S', beklagte, neben der mangelnden Transparenz ihrer Arbeitsmethoden, die Abhängigkeit der 'Analysten' von ihren Auftraggebern, den Investmentfirmen. Viele, der von ihnen angefertigten Expertisen seien reine Gefälligkeitsgutachten. In einem Leitartikel nannte er sie 'Anti-Analysten', weil man besser daran getan hätte, ihre Empfehlungen zu meiden. Auch Andrei Shleifer, ein bekannter Kritiker der Hypothese effizienter Märkte, zitiert Untersuchungen, die ergaben, dass besonders die von 'Analysten' empfohlenen Aktien sich unterdurchschnittlich entwickelten, zum Teil sogar in Zeiten der Börsenhausse Kurseinbußen

hinnehmen mussten. Die jeweils empfohlenen Unternehmen achteten sehr auf ein gutes Image: Kritische Beobachter wurden von Pressekonferenzen ausgeschlossen und skeptische Beiträge in Finanzzeitschriften unterdrückt, weil die betroffenen Firmen mit Streichung der Werbeanzeigen drohten. Im Jahr 2003 wurden zehn der bedeutendsten amerikanischen Investmentfirmen von der Börsenaufsicht auf insgesamt 1,4 Milliarden US-\$ verklagt, wegen geschönter 'Analysen'.

## Die 'fundamentale Analyse'

Die sogenannte 'fundamentale Analyse', die allgemein als seriösere Form der Bewertung von Aktienkursen angesehen wird, kennt zwei Bewertungskriterien für Unternehmen: den Ertragswert und den Substanzwert. Der bedeutendere davon ist der Ertragswert. Er beruht auf den Ertragserschätzungen eines Unternehmens durch die 'Analysten'.

### Ertragswert - Analyse

Bei der Berechnung des Kurs/Gewinn Verhältnisses (KGV, engl. *p/e = price/earnings ratio*) verwendet man genau diese Ertragserschätzungen. Als angemessenes KGV gelte beispielsweise ein Wert von 20. Das bedeutet, die Aktien eines Unternehmens kosten so viel, wie dieses Unternehmen voraussichtlich in den nächsten zwanzig Jahren einnehmen wird. Darin enthalten ist noch eine sogenannte Risikoprämie. Ohne die Risikoprämie würde man Aktien so behandeln wie Anleihen mit garantierter Verzinsung. Aktien stehen als Anlagemedium in Konkurrenz zu Anleihen und wenn es auf Anleihen eine risikolose Verzinsung von 5% gäbe, wäre es nicht vernünftig, Aktien zu kaufen, die zwar jetzt 5% Verzinsung bieten, deren Verzinsung in Zukunft jedoch unsicher ist. Als angemessen gilt daher ein KGV, das dieses Risiko mit berücksichtigt. Man vergleicht daher die geschätzten Aktienerträge mit Anleiherträgen zusätzlich einer Risikoprämie. Diese Risikoprämie schwankt über die Zeit beträchtlich. Im langjährigen Mittel betrug sie etwa 30%. Legt man diese Prämie zugrunde, dann wäre bei einem Zinsertrag für 10 jährige Anleihen von 5% ein KGV von  $100 : (5 + 30\% \text{ von } 5 = 6,5)$  angemessen. Das ergibt ein KGV von etwa 15,4. Ausgehend von einem bestehenden KGV von 20 müsste man daher auf einen Anleihezins von 3,85% schließen. Wäre der Anleihezins höher, dann wäre die Aktie zu teuer, wäre er niedriger, wäre die Aktie zu niedrig bewertet und ein Schnäppchen.

Bis zum Anfang der neunziger Jahre konnte man mit einer solchen Faustformel auch recht gut einen angemessenen Kurs abschätzen, denn die Kursentwicklung passte sich gut an eine Regressionsgerade an, wenn man den Logarithmus der Kurse gegen die Zeit auftrug. Inzwischen hat es starke Abweichungen von dieser Geraden gegeben, so dass sie kaum noch zur Orientierung taugt. Bedenkt man, dass mittlerweile der durchschnittliche Vorhersagefehler der Ertragserschätzungen für zwei Jahre bereits fast 100% beträgt, kann man ermessen, wie unseriös eine Vorhersage für einen Zeitraum von 20 Jahren sein muss.

### Substanzwert - Analyse

Neben der Ertragswertanalyse gibt es auch noch die Substanzwertanalyse, die den Aktienkurs eines Unternehmens mit seinem Buchwert ins Verhältnis setzt. Der Kurswert einer Aktiengesellschaft ist der Kurs der Einzelaktie multipliziert mit der Anzahl ausgegebener Aktien, während der Buchwert einer Aktiengesellschaft dem Unternehmensvermögen gemäß der Bilanz entspricht. Derartige Angaben kann man für

amerikanische Unternehmen in der Presse nachlesen, zumindest für die Unternehmen, die im DOW JONES Index und im S&P 500 notiert sind. In anderen Ländern, wie auch in Europa, ist die Angabe des Buchwertes als Kennzahl in der Wirtschafts- und Finanzpresse unüblich. Man findet sie nicht einmal in der Börsenzeitung. Dies liegt auch daran, dass die Substanzwertanalyse aus der Mode gekommen ist. Sie lässt sich nur national, aber nicht international vergleichen, denn die Bilanzierungsrichtlinien in den verschiedenen Ländern sind nicht einheitlich. Weltweit hat sich als Bewertungsmaßstab für Aktiengesellschaften mehr und mehr der 'cash flow' durchgesetzt, das ist der (geschätzte) Nettozugang an flüssigen Mitteln innerhalb eines Finanzjahres, siehe Ertragswert-Analyse im vorigen Abschnitt. Grund dafür ist auch die Umstrukturierung der Wirtschaft in den modernen Industrienationen, die sich an der Entwicklung von der Industriegesellschaft in eine Dienstleistungs- und Informationsgesellschaft zeigt. Das eigentliche Kapital eines Dienstleistungsunternehmens besteht weniger in Grund und Boden oder Maschinen und Anlagen, sondern im Knowhow der Angestellten. Darum würde man Aktien dieser Unternehmen durch Substanzwertberechnungen nicht angemessen beurteilen können.

Abelson, Alan: The Anti-Analysts. BARRON'S, 18. Juni 2001, S. 3-4.

De Bondt, Werner: Bubble Psychology. S. 205-216 in 'Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies', Herausgeber: William C. Hunter, George G. Kaufman und Michael Pomerleano. MIT Press , Cambridge, Massachusetts, U.S.A., 2003.

Montier, James und Antunes, Rui, zitiert in The Economist , 14. Juli 2007

Editorial: Trading Favours. The Economist, 28. Juli 2007

Löffler, Gunter & Weber, Martin: Über- und Unterreaktion von Finanzanalysten. 'Forschung für die Praxis', Band 7, Universität Mannheim, Behavioral Finance Group, 1999.

Shiller, Robert J.: Diverse Views on Asset Bubbles. S. 35-39 in 'Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies', Herausgeber: William C. Hunter, George G. Kaufman und Michael Pomerleano. MIT Press , Cambridge, Massachusetts, U.S.A., 2003.

[www.nakedcapitalism.com/2007/07/more-confirmation-that-sell-side.html](http://www.nakedcapitalism.com/2007/07/more-confirmation-that-sell-side.html)