

# Wirksame Analysten- empfehlungen

Bei Schweizer Aktien lösen sekundär verbreitete Kaufempfehlungen von Finanzanalysten eine deutlich positive und Verkaufsempfehlungen eine negative Aktienkursreaktion aus.

\*Von Pascal Erni und Yvonne Seiler Zimmermann

**F**inanzanalysten beeinflussen mit ihren Marktprognosen die Anlageentscheidungen vieler Marktteilnehmer. Bei ihrer Informationsbeschaffung greifen die Analysten auf eine Vielzahl von bereits öffentlich verfügbaren Informationen zurück. Sie bereiten diese meist in Form von Berichten (Research-Reports) auf und stellen sie einer breiten Anzahl von Investoren zur Verfügung. Allerdings sollten sich in effizienten Märkten öffentlich verfügbare Informationen bereits unmittelbar nach Bekanntwerden in den Börsenkursen der jeweiligen Unternehmen widerspiegeln.

Dass dies tatsächlich der Fall ist, hat die Finanzkrise gezeigt. Die Preiskorrekturen der toxischen Finanzprodukte fanden mehrheitlich bereits vor den Warnungen der Analysten statt – und die Analysten sind dem Markt hinterhergefolgt.

Es stellt sich somit die Frage, ob und inwieweit Analystenempfehlun-

gen die Märkte beeinflussen oder ob die Märkte diesen einfach folgen. Eine Untersuchung am Institut für Finanzdienstleistungen der Hochschule Luzern ging dieser Fragestellung für den Schweizer Aktienmarkt nach. Die Autoren analysierten insbesondere, ob der Einfluss der Finanzanalysten sich bezüglich Firmengrösse und Analystenabdeckung unterscheidet. Dabei lag die Vermutung nahe, dass die Informationsleistung der Analysten bei kleineren Firmen und bei solchen, die von einer geringeren Anzahl von Analysten abgedeckt werden, grösser ausfällt.

## Untersuchung sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen

Die Analyse konzentrierte sich auf die sogenannten sekundär verbreiteten Sell-Side-Analystenempfehlungen. Diese stehen im Unterschied zu den primär verbreiteten Empfehlungen allen Interessenten zur Verfügung. Im Gegensatz zur primären Verbreitung, bei der zumeist nur die wichtigsten Kunden über die Analyseempfehlungen informiert werden, werden in einer sekundären Verbreitung die jeweiligen Empfehlungen von den meisten Research-Häusern in zeitlicher Verzögerung den elektronischen Informations- und Nachrichtendiensten zur Verfügung gestellt.

Als Ereignis wurden alle von den Finanzanalysten der Bank Vontobel ausgehenden Ratingveränderungen definiert, welche kotierte Unternehmen am Schweizer Aktienmarkt betrafen und im Zeitraum vom 1. Juli 2013 bis zum 30. Mai 2016 auf der Datastream-Datenbank des Informationsanbieters Bloomberg publiziert worden sind. Die Stichprobe umfasste 101 Ereignisse.

Um messen zu können, ob eine Analystenempfehlung Auswirkungen auf den Börsenkurs der Unternehmung hat, wurde die realisierte Rendite zum Ereigniszeitpunkt, welcher dem Publikationszeitpunkt der Analystenempfehlung entsprach, mit der erwarteten Rendite (marktadjustierte Rendite) verglichen. Die Differenz ergab die sogenannte abnormale Rendite. War Letztere signifikant von null verschieden, hatte die Analystenempfehlung einen Einfluss auf den Kurs der jeweiligen Unternehmung.

## Empfehlungen beeinflussen die Börsenkurse nachhaltig

Die Untersuchung zeigt, dass Analystenempfehlungen die Börsenkurse der Unternehmen in signifikanter Weise beeinflussen. Konkret ist bei sekundär verbreiteten Kaufempfehlungen eine statistisch signifikante positive und bei Verkaufsempfehlungen eine statistisch signifikante negative Aktien-

kursreaktion festzustellen, welche während der Ereignisperiode anhält. Zum Publikationszeitpunkt der entsprechenden Analystenempfehlungen wiesen Kaufempfehlungen eine positive abnormale Rendite von 2,7 Prozent auf, Verkaufsempfehlungen hingegen eine negative abnormale Rendite von minus 1,6 Prozent.

Allerdings waren während der gesamten Ereignisperiode die Aktienkursreaktionen auf Kaufempfehlungen deutlich stärker als auf Verkaufsempfehlungen. Dieses Ergebnis erstaunt, belegen doch verschiedene empirische Studien, dass Investoren Verkaufsempfehlungen ein stärkeres Gewicht beimessen und diese dementsprechend eine grössere Reaktion auf die jeweiligen Aktienkurse auslösen als Kaufempfehlungen. Dieses Muster bestätigte jedoch die hier analysierte Stichprobe nicht.

Interessant ist die Feststellung, dass Sekundärpublikationen von Kaufempfehlungen für den Markt eine Neuigkeit darstellen: Die abnormalen Renditen drehen von negativ, unmittelbar vor der Publikation, auf positiv, unmittelbar nach der Publikation. Bei den Verkaufsempfehlungen sind die Informationen jedoch bereits im Marktpreis enthalten. Der Markt scheint somit auf negative Informationen schneller zu reagieren als auf positive. Dieses Phänomen ist indes be-



Finanzanalysten leisten einen wichtigen Beitrag zur Informationsverarbeitung und somit zur Steigerung der Informationseffizienz des Schweizer Aktienmarktes.

## Analystenabdeckung kann Einfluss auf die Wirkung haben

Kein statistisch signifikanter Unterschied besteht hingegen zwischen Unternehmungen mit kleiner und mittlerer Marktkapitalisierung. Diese Feststellung gilt sowohl bei positiven wie auch negativen Analystenempfehlungen (in Form von Rating-Anpassungen). Ebenfalls ist der Einfluss der Analystenempfehlungen nach der Publikation bis zum Ende der Ereignisperiode, gemessen an den kumulierten durchschnittlichen Renditen, grösser bei Unternehmungen mit kleinerer und mittlerer Marktkapitalisierung. Es kann somit die Schlussfolgerung gezogen werden, dass sich bei grossen Unternehmen die Informationen bereits vor den Sekundärpublikationen der Empfehlungen im Kurs reflektieren.

Neben der Unternehmensgrösse kann auch die Analystenabdeckung einen Einfluss auf die Wirkung haben. Generell kann vermutet werden, dass eine hohe Analystenabdeckung aufgrund des assoziierten adaptiven Informationsumfelds eine geringere Marktwirkung von Analystenempfehlungen bewirkt und dass sich deshalb insgesamt ein negativer Zusammenhang zwischen der Analystenabdeckung und der Aktienkursreaktion ergeben könnte. Und tatsächlich geht aus der Untersuchung hervor, dass zum Publikationszeitpunkt sowohl bezüglich positiver wie auch negativer Ratingveränderungen eine höhere Aktienkursreaktion bei Unternehmen mit geringer Analystenabdeckung zu be-

Bei grossen Unternehmen reflektieren sich die Informationen bereits vor den Sekundärpublikationen der Empfehlungen im Kurs.

obachten war. Auch an den Tagen nach der Publikation fielen die jeweiligen Reaktionen bei Unternehmen mit geringer Analystenabdeckung höher aus als bei Unternehmen mit hoher Analystenabdeckung.

## Wichtiger Beitrag der Analysten

Die Untersuchung zeigt zudem, dass bei der sekundären Publikation der Analystenempfehlungen auf dem elektronischen Informationsdienst Bloomberg noch eine statistisch signifikante Aktienkursreaktion messbar ist. Daraus kann man folgern, dass die Kurse bereits öffentlich verfügbare Informationen noch nicht vollständig reflektieren. Finanzanalysten leisten also einen wichtigen Beitrag zur Informationsverarbeitung und somit zur Steigerung der Informationseffizienz des Schweizer Aktienmarktes.

Die Erkenntnis, dass bei mittel- und kleinkapitalisierten Firmen die Analystenempfehlungen aktienkursrelevanter sind, mag vor dem Hintergrund des neu entdeckten Interesses der Investoren an Small- und Mid-Cap-Anlagen von besonderer Bedeutung sein: Ein passiver Investor muss davon ausgehen, dass er eher mit Kursüberraschungen aufgrund neuer Informationen rechnen muss; und ein aktiver Investor könnte versucht sein, durch aktive Recherchen eine Zusatzrendite zu erwirtschaften – sofern er zuverlässigere Informationen hat als ein professioneller Analyst und diese schneller umzusetzen weiss. •

Der Einfluss der Analystenempfehlungen bei Unternehmen mit kleiner und mittlerer Marktkapitalisierung ist grösser als bei solchen mit hoher Marktkapitalisierung.

\* Die Untersuchung wurde von PASCAL ERNI, Junior Relationship Manager bei der Bank Vontobel und von PROF. DR. YVONNE SEILER ZIMMERMANN, Dozentin und Projektleiterin am Institut für Finanzdienstleistung Zug (IFZ) der Hochschule Luzern, durchgeführt.