

# Die «bösen Analysten»



Von Prof. Dr. Erwin W. Heri  
Dozent für Finanztheorie an den  
Universitäten Basel und Genf  
Chairman OZ Bankers AG, Pfäffikon

Kaum eine Gilde in der Finanzmarktbranche ist in den heutigen rauhen Zeiten so stark am Pranger wie die der Analysten und Anlageberater. Der Grund hierfür ist schnell gefunden: In den Jahren 2001 und 2002 haben Anleger mit den überraschenden Korrekturen der Aktienmärkte viel Geld verloren. Entnervt haben dann nicht wenige ab 2003 von den Aktienmärkten nichts mehr wissen wollen – just, als ein etwa drei Jahre dauernder Aufschwung einsetzte. Als man dann diesen Frühling etwas verärgert und zögerlich wieder Mut gefasst hatte, kam schon die nächste Delle. Von der

haben wir uns inzwischen auch wieder erholt und schreiben historische Höchstwerte.

«Und warum sagen uns das die hochbezahlten Analysten und Anlageberater nicht vorher – oder geben uns wenigstens Hinweise?», so ein nicht selten gehörter Vorwurf.

Anders als beispielsweise in der Medizin, wo es doch eher selten vorkommt, dass man für Gesundheitsprobleme zunächst einmal den Arzt verantwortlich macht, muss nämlich in der Finanzbranche zunächst einmal der Berater und/oder Analyst herhalten, wenn irgend etwas schief läuft. Natürlich ist der Vergleich mit dem Arzt etwas gesucht; aber bewusst. Die lange Ausbildung des Arztes hat ihn gelehrt, was seine Möglichkeiten, aber auch was seine Beschränkungen sind. Entsprechend wird sich ein Arzt hüten, Versprechungen – implizit oder explizit – zu machen, bei denen er ein Risiko eingeht, sie nicht erfüllen zu können.

## Heterogene Ausbildung, kaum geschützte Titel

Bei einigen Finanzanalysten ist das anders. Nicht, dass ich die Ausbildung der Finanzanalysten oder Anlageberater generell anprangern möchte. Aber einerseits sind in der Finanzbranche die meisten Titel nicht geschützt, und andererseits ist die Ausbildung völlig heterogen, was dazu führt, dass alle möglichen Individuen sich «Finanzspezialist» nennen dürfen und dies natürlich auch tun. Und weil vielen dieser «Spezialisten» die notwendige

Basis fehlt, überschätzen sie sich oft gewaltig und schüren bei ihrer Kundenschaft Hoffnungen, die sich am Ende in Schall und Rauch auflösen. Ein Problem, das natürlich auch die seriösen und gut ausgebildeten Kollegen belastet.

All dies tangiert ein grundsätzliches Problem, das wir hier nicht in seiner Gesamtheit behandeln können. Ein Teilproblem davon soll aber der Inhalt des vorliegenden Artikels sein: die Einschätzung der Prognosefähigkeiten.

Auch wenn wir gerne und oft in unsere «Kristallkugel» schauen müssen – letztlich ist das Anlagebusiness ja ein in die Zukunft gerichtetes Unterfangen –, so sollte sich der Anlageberater bewusst sein (und dies insbesondere seiner Kundenschaft auch bewusst machen), dass er, *erstens*, kein Prophet ist, dass die Kunden, *zweitens*, ihre finanziellen Dispositionen nicht ausschliesslich aufgrund seiner Zukunftseinschätzungen treffen dürfen, sondern dass sie, *drittens*, ihre Anlagemöglichkeiten ausschliesslich aufgrund ihrer spezifischen Situation im Detail analysieren lassen sollten.

Anders als die meisten Leute meinen, können gute Berater dann am meisten Mehrwert erzielen, wenn sie sich auf den dritten Punkt dieser Aufzählung konzentrieren. Auch wenn dies wesentlich weniger attraktiv erscheint als die «Propheterei».

## Theorie der «ziemlich effizienten Märkte»

Ein wesentliches Element, das die Prognostizierbarkeit von Finanzmarktentwicklungen beschränkt, ist in der wissenschaftlichen Literatur seit vielen Jahren bekannt und wird dort unter der Bezeichnung «Theorie effizienter Märkte» abgehandelt. Die Theorie besagt, dass in aller Regel in den Kursen die für die Preisbildung relevanten Informationen bereits verarbeitet sind. Es gibt also keine öffentlich verfügbare Information, die nicht schon im Preis ihren Niederschlag gefunden hat, und sobald irgendeine neue preisrele-

Die Tatsache, dass der Markt so schwer zu schlagen ist, ist auf den Umstand zurückzuführen, dass alle Analysten und Portfoliomanager in jedem Moment alle relevanten Informationen verarbeiten. Wäre dies nicht der Fall, könnte man auf einfachste Art und Weise durch Verwendung der relevanten Informationen die entsprechenden Indizes schlagen. Also ist die Tatsache, dass es so schwierig ist, den Index zu schlagen, ein Hinweis auf die Kompetenz der Portfoliomanager und nicht auf deren Inkompetenz, wie oft suggeriert wird.

vante Information am Markt erscheint, wird sie sich sofort in Preisänderungen niederschlagen und kann in diesem Sinne kaum mehr ausgenützt werden.

Natürlich ist die Theorie effizienter Märkte – wie die meisten Theorien in den Wirtschaftswissenschaften – ähnlich oft «bewiesen» wie widerlegt worden. Ich will auch den zahlreichen Aussagen zu dem Thema hier nicht eine weitere hinzufügen. Ich glaube aber, dass wir alle gut beraten sind, wenn wir davon ausgehen, dass es sich bei den Finanzmärkten um *ziemlich effiziente Märkte* handelt, die wir nicht einfach so «überlisten» können.

#### Jede neue Information wird sofort verarbeitet

Wir dürfen nicht vergessen, dass wir an diesen Märkten mit «Tausenden von Mitbewerbern wetten»; Mitbewerbern, die im Zweifelsfall ja auch nicht weniger Informationen besitzen als wir und auch nicht weniger intelligent sind. Das ist es gerade, was die Märkte so effizient macht. Jede Information, die wir (oder irgend jemand sonst) erhalten, schlägt sich in entsprechenden Aktionen der Marktteilnehmer nieder und bewegt sofort die Preise. Das ist der Inhalt der Aussage, dass die Finanzmarktpreise sofort jegliche neue Information «beinhalten». Dabei be-

sagt die Theorie effizienter Märkte nicht, dass man nicht ab und zu auch einen «Treffer landen» kann. Sie besagt lediglich, dass nicht immer die gleichen Marktteilnehmer den Treffer landen und dass der Kundenberater deswegen besser nicht das Vermögen der Kunden darauf wettet, dass *er* immer recht hat.

#### Aktiv gemanagte Fonds und ihr Benchmark

Einen guten Hinweis auf die Frage, welche praktische Relevanz die Theorie effizienter Märkte denn wohl beanspruchen könne, liefern jeweils die Untersuchungen zur Performance von aktiven Aktienfonds, die im Normalfall ja von Spezialisten verwaltet werden. In diesen Untersuchungen zeigt sich, dass es den meisten aktiven Fonds über längere Zeit nicht gelingt, einen passiven Benchmark zu schlagen. Die untenstehende Tabelle zeigt die Ergebnisse einer solchen Untersuchung.

In der ersten Kolonne stehen die einzelnen Fondskategorien, in den weiteren Kolonnen jeweils die Prozentzahlen für die Fonds, die den Index in den entsprechenden Kategorien über ein, zwei und fünf Jahre übertroffen haben. Die unterste Zeile enthält den Durchschnitt für alle

Fondskategorien. Solche Untersuchungen sind im Einzelfall mit methodischen Problemen behaftet. Immerhin zeigen die Resultate aber immer etwa in die gleiche Richtung: Weniger als die Hälfte der Fonds schlagen ihren Benchmark, und dies wird um so ausgeprägter, je länger der Anlagehorizont wird.

#### Indexvergleiche zeigen Kompetenz der Portfoliomanager

Dies hat nun aber beileibe nichts damit zu tun, dass die entsprechenden Portfoliomanager inkompetent wären; ein oft gehörter Vorwurf. Ganz im Gegenteil. Die Tatsache, dass der Markt so schwer zu schlagen ist, ist ja gerade auf den Umstand zurückzuführen, dass alle Analysten und Portfoliomanager in jedem Moment alle relevanten Informationen verarbeiten. Wir hatten oben festgestellt, dass gerade dies der Grund dafür ist, dass die Märkte so effizient sind. Wäre dies nicht der Fall, könnte man auf einfachste Art und Weise durch Verwendung der relevanten Informationen die entsprechenden Indizes schlagen. Also ist die Tatsache, dass es so schwierig ist, den Index zu übertreffen, ein Hinweis auf die *Kompetenz* der Portfoliomanager und nicht auf deren Inkompetenz, wie oft suggeriert wird. •

## Anteil aktiver Fonds, die ihren Benchmark schlagen in Prozent aller entsprechenden Fonds

Fondskategorie	Vergleichsperiode		
	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre
Aktien Welt	12%	38%	20%
Aktien Schweiz	11%	4%	0%
Aktien Deutschland	60%	21%	21%
Aktien Frankreich	50%	29%	11%
Aktien Spanien	0%	0%	0%
Aktien Italien	64%	10%	63%
Aktien Grossbritannien	85%	33%	20%
Aktien EU	63%	27%	14%
Aktien USA	68%	18%	23%
<b>Durchschnitt</b>	<b>45%</b>	<b>19%</b>	<b>18%</b>

Quelle: eigene Berechnungen