



ir2020

28.01.2020, Frankfurt am Main



Wie steuere ich die Sellside?

Christoph Schlienkamp

- Geschäftsführender Vorstand DVFA
- Portfoliomanager GS&P KAG S.A.

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Die enthaltenen Angaben stellen weder eine Anlageempfehlung noch eine individuelle Anlageberatung, qualifizierte Steuerberatung oder Finanzanalyse Sinne des §34b WpHG dar. Alle Meinungsäußerungen geben eine aktuelle Einschätzung wider, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. Alle enthaltenen Angaben und Informationen wurden von uns sorgfältig recherchiert und geprüft. Für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität kann GS&P-Kapitalanlagegesellschaft S.A. keine Gewähr oder Haftung übernehmen.

Gleiches gilt auch für alle anderen Quellen, auf die verwiesen wird. Die GS&P-Kapitalanlagegesellschaft S.A. ist für den Inhalt, die Aktualität, die Richtigkeit und Vollständigkeit nicht verantwortlich. Es wird keinerlei Haftung für Nachteile, die direkt oder indirekt aus der Verteilung, der Verwendung oder Veränderung und Zusammenfassung dieses Dokuments oder seiner Inhalt entstehen, übernommen.

Alle Produktbezeichnungen anderer Unternehmen werden lediglich beispielhaft genannt und können urheber- und markenrechtlich geschützte Produkte und Marken dieser Unternehmen sein.

Der Inhalt unterliegt dem deutschen Urheberrecht. Die Vervielfältigung, Bearbeitung, Verbreitung und jede Art der Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes bedürfen der schriftlichen Zustimmung des jeweiligen Autors bzw. Erstellers. Kopien dieser Seite sind nur für den privaten, nicht kommerziellen Gebrauch gestattet.

Alle Angaben wurden mit größter Sorgfalt recherchiert und ausgewertet | Stand: 13.12.2019 (sofern nicht anders vermerkt).

Verantwortlich für die Erstellung der Präsentation: GS&P-Kapitalanlagegesellschaft S.A., 7 Op Flohr, L-6726 Grevenmacher | E-Mail: info@gsp-kag.com

Gliederung

1. Zur Erinnerung
2. Interessenskonflikte
3. Bezahlung der Analysten
4. Kursziele
5. Anlagehorizonte
6. Fazit/Steuerung

Geht es an der Börse nach oben, dann haben die Anleger alle eigenständig ihr Anlageurteil gefällt.

Geht es an der Börse nach unten, dann haben immer die Analysten und/oder IR Manager nicht rechtzeitig gewarnt.

Zur Erinnerung

Sellside Analysten sind im Regelfall Angestellte bei Kreditinstituten.

Research ist kein Selbstzweck: Die Dienstleistungen müssen monetarisiert werden.

Gutes Research ist für Banken und Broker ein wichtiger Wettbewerbsfaktor.

1. Interessenskonflikte

Die meisten Banken und Broker steuern Ihr Research so, dass das Sekundärmarktgeschäft break-even ist.

Die Sahne versuchen fast alle im Primärmarktgeschäft zu verdienen.

Der Wettbewerbsvorteil einer anerkannten Research-Qualität schlägt sich häufig im Konsortialgeschäft nieder.

Es besteht ein offensichtlicher Interessenkonflikt zwischen dem Ziel der Analysten, mit qualitativ hochwertigem Research eine hohe Reputation aufzubauen, und dem Ziel der Corporate Finance Abteilung, durch Begleitung von Unternehmen an die Börse und Durchführung von Kapitalmaßnahmen Provisionseinnahmen zu erzielen.

1. Interessenskonflikte

Ein häufig erhobener Vorwurf lautet, die Research-Abteilung könne nicht unabhängig und unbeeinflusst arbeiten, wenn die Bank mit dem analysierten Unternehmen auch andere Geschäftsbeziehungen, insbesondere im Konsortialgeschäft, unterhält.

Früher hätte man gesagt:

Bei dieser Interpretation ist Vorsicht geboten, denn die Ursache-Wirkungs-Beziehung kann auch umgekehrt lauten:

Nur Banken, die eine positive Einschätzung zu einer Aktie haben, sind bereit, in einem Konsortium mitzuwirken, während die gegenüber dem Emittenten eher kritisch eingestellten Banken dem Konsortium zur Wahrung ihrer Reputation fernbleiben.

In diesem Fall werden selbstverständlich von den im Emissionskonsortium vertretenen Banken positivere Analysen zu erwarten sein als von den nicht vertretenen.

1. Interessenskonflikte

Heute würde man aber argumentieren:

Vielleicht wird die Meinung zu einer Aktie vor allem zunächst im Corporate Finance Bereich artikuliert und der Analyst später aufgefordert, eine Aktie neu in die Coverage aufzunehmen oder ein Update mit dem Hinweis zu schreiben: „Guck doch mal bitte die und die Wachstumstreiber an. Das ist doch bestimmt noch nicht vollständig in den Zahlen reflektiert. Da ergibt sich doch bestimmt ein höheres Kursziel.“

Der Druck auf die Corporate Finance Abteilungen und damit auf die Gesamtbank hat deutlich zugenommen in den letzten Jahren.

Fast jeder Strohalm wird gegriffen. Während früher alle argumentiert haben, dass nur Qualitätsunternehmen für Kapitalmaßnahmen in Frage kommen, schießen heute viele Broker auf „alles“ was sich bewegt.

1. Interessenskonflikte

Monetarisierung der Broker:

1. Liquide Titel => genügend Handelsliquidität => genügend Provisionen => Research eigentlich kein Thema. Frage ist nur, muss ich das covern? Erwarten das meine Kunden von mir? Kann ich mich als Analyst differenzieren? Kann ich Mehrwert bieten oder habe ich nur die 20. identische Meinung zu einem Papier?
2. Bei kleineren Werten kommt schon wieder die Wertschöpfungskette ins Spiel: Die meisten Broker wollen einem Emittenten die komplette Wertschöpfung bieten (verkaufen): Kapitalmarktbetreuung, Designated Sponsoring inkl. Research etc.

Zwischenfazit:

Bevor ein Emittent einen Vertrag schließt empfehle ich dringend, die Qualität des Analysten zu checken: versteht er das Geschäftsmodell, aber vor allem: spricht er auch häufig genug mit relevanten Investoren über die Aktie etc. => Investorenfeedback geben lassen

1. Interessenskonflikte

Der Sellside Analyst hat ein nicht wegzudiskutierendes Konfliktpotential.

Eine hohe Reputation der Analysten erhöht zwar kurzfristig die Absatzchancen einer Neuemission und kann deshalb die Versuchung bergen, beim Absatz „schwieriger Emissionen“ nachfragesteigernd eingesetzt zu werden.

Es handelt sich jedoch hierbei um Vertrauenskapital, das – zumindest in „normalen Börsenzeiten“ – bei überwiegend „schlechten“ Neuemissionen, die vom Research als „gute“ verkauft werden, auch sehr schnell aufgezehrt ist.

Der Missbrauch des Researchs als verkaufsfördernde Maßnahme bei weniger empfehlenswerten Emissionen wäre mittel- bis langfristig für die entsprechende Bank eher von Nachteil.

2. Bezahlung der Analysten

Sellside Analysten sind im Regelfall Angestellte bei Kreditinstituten.

- Die Bezahlung erfolgt im wesentlichen durch Fixgehälter und Bonis.
- Die Boni dürfen normalerweise nicht an der Performance der Empfehlungen festgemacht werden.
- Die Boni sollten nicht an der Quantität von Veröffentlichungen festgemacht werden.
- Zielvereinbarungen sind auch häufig an das Thema Corporate Access gekoppelt: Wir vereinbaren eine Roadshow und sagen sie später mangels Kundeninteresse wieder ab, aber das sind dann ja die Saleskollegen Schuld.

2. Bezahlung der Analysten

Häufig zu sehen:

Analysten müssen zur Zielerreichung eine bestimmte Zahl von sog. Idea Notes veröffentlichen.

Problem 1: Eine Idea Note ist es nur dann, wenn der Analyst signifikant vom Konsens abweicht. Das hilft bei der Vermarktung.

Manchmal werden die Gewinnschätzungen deshalb ein bisschen zu hoch angesetzt, um Upside für die Bewertung zu generieren. Das lässt sich dann besser vermarkten.

Problem 2: Irgendwann zeigt sich, dass die Schätzungen zu hoch waren und müssen entsprechend wieder eingezogen werden.

3. Anlageurteile

Natürlich gibt es bei jedem Broker immer mehr Kaufen-Empfehlungen als Verkaufen-Urteile.

- Mit Kaufen kann man als Broker deutlich mehr Investoren ansprechen und animieren Transaktionen durchzuführen.
- Bei Verkaufen-Urteilen kann ich als Broker nur die ansprechen, die die Aktie auch im Portfolio haben.
- Und: Halten heisst nicht Kaufen, denn es ist totes Kapital zu erwarten.

3. Anlageurteile

Problem: Analysten sollten aus Vermarktungsgründen gegenüber Investoren (Glaubwürdigkeit) nicht viele Jahre mit dem gleichen Anlageurteil herumlaufen und müssen deshalb umstufen (was der künftigen Vermarktung einer Aktie hilft.)

=> Sprechen Sie mit den Sellside Analysten auch über sich vielleicht anbahnende negative Themen soweit es juristisch okay ist.

4. Kursziele

Warum gibt es eigentlich immer feste Kursziele?

Feste Ziele lassen sich als Analyst immer besser vermarkten.

Analytisch ist ein festes Kursziel eigentlich unsinnig.

Die DVFA vertritt schon immer die These, dass das richtige Ergebnis einer fundamentalen Unternehmensanalyse immer zu einer Bewertungsbandbreite führt und nicht zu einem festen Kursziel.

4. Kursziele

These: Broker, die verstärkt auf DCF-Modelle setzen, haben die grösste Möglichkeit, das Kursziel in die eine oder andere Richtung zu „schieben“.

Standpunkt DVFA (Leitfaden für die Unternehmensbewertung, Oktober 2018):

Die Bewertung eines Unternehmens sollte grundsätzlich mit Hilfe von mindestens zwei unterschiedlichen Bewertungsverfahren erfolgen (etwa Multiple-Bewertung, Bewertung durch Diskontierungsverfahren). Auf Branchenspezifika ist dabei gesondert einzugehen. Die Marktbewertung basierend auf Multiplikatorverfahren und die Bewertung durch Diskontierungsverfahren können ebenso auf die einzelnen Geschäftseinheiten/ Segmente angewandt werden („sum-of-the parts“-Bewertung).

5. Anlagehorizonte

Die Anlageziele der Analysten haben in den allermeisten Fällen einen Anlagehorizont von 6 oder 12 Monaten.

Sind die 6 oder 12 für einen Investor zu gebrauchen?

Eher nicht. Es nutzt mir als Investor nichts, wenn eine Aktie heute 50 kostet und vom Analysten in einem Jahr bei 70 gesehen wird und zwischenzeitlich auf 40 abrutscht.

Gute Analysten müssen auch timen können und klare Vorstellungen von wirklichen Katalysatoren (ohne zu übertreiben) haben.

⇒ Sprechen Sie mit den Sellside Analysten über diese Dinge soweit es juristisch okay ist.

Fazit/Steuerung

Trotz aller kritischen Anmerkungen:

Die Kurse werden von den Anlegern gemacht.

Eine Empfehlung allein treibt noch keinen Kurs in die Höhe – allenfalls die Erwartung, dass es aufgrund einer Empfehlung zu einer verstärkten Nachfrage in dem Titel kommen wird.

Sellside Analysten unterliegen einem gewissen Druck, den muss man verstehen, den kann man aber auch aktiv steuern.

Fazit/Steuerung

One more thing:

Publizieren Sie bitte rechtzeitig in der Frühe.

Wenn Analysten ihre Aktie vermarkten sollen, dann müssen sie ausreichend Zeit haben, einen qualifizierten Kommentar für das Morning Meeting und die Morning Note vorzubereiten.

Publizieren Sie zu spät, dann leidet die Qualität und dies führt ggf. auch zu Fehlinterpretationen. Das ist weder im Interesse des Brokers noch des Emittenten.

Vielen Dank für die
Aufmerksamkeit.

Der Berufsverband der Investment Professionals



DVFA e.V.

Mainzer Landstraße 47a
60329 Frankfurt am Main

Tel.: 069 50 00 42 31 55

info@dvfa.org

www.dvfa.de

Der Berufsverband der Investment Professionals



Ihre Ansprechpartner



Michael Diegelmann

Vorstand
cometis AG
Unter den Eichen 7
65195 Wiesbaden

Tel. +49 (0) 611 20 58 55 18
Fax +49 (0) 611 20 58 55 66
diegelmann@cometis.de
www.cometis.de



Patrick Kiss

Head of Investor & Public Relations
Deutsche EuroShop AG
Heegbarg 36
22391 Hamburg

Tel. +49 (0) 40 41 35 79 20
Fax +49 (0) 40 41 35 79 29
kiss@deutsche-euroshop.de
www.deutsche-euroshop.de