

Anlageempfehlungen von Schweizer Banken: eine weitere Fallstudie

1. Einleitung

Weltweit beschäftigen sich Heerscharen von Finanzanalysten und Anlageberatern damit, Anlagen mit überdurchschnittlichen Gewinnchancen ausfindig zu machen. Je besser dies einem professionellen Vermögensverwalter gelingt, desto besser ist seine Position im Kampf um die Gunst einer zunehmend anspruchsvoller werdenden Kundschaft. Entsprechend gewachsen ist in diesem Geschäft die Bedeutung der Leistungskontrolle - oder wie es heutzutage im Jargon heisst: der Performance-Messung. Vor allem in der angelsächsischen Welt müssen sich die aktiv verwalteten Anlagefonds und die Anlageempfehlungen der Investment-Häuser schon längst den schonungslosen Vergleich untereinander und mit dem Markt gefallen lassen.

Die zahlreichen Performance-Studien vermitteln ein ziemlich einhelliges Bild: Die meisten Anlagefonds erreichen die Performance des Marktes nicht. Um nur ein Beispiel zu nennen: In der letzten uns vorliegenden vierteljährlichen Übersicht des Wall Street Journal über die grössten amerikanischen Anlagefonds hat die Mehrheit dieser Fonds, die zusammen immerhin über 150 Mrd. \$ an investiertem Kapital repräsentieren, weder über die letzten 3 und 12 Monate noch über die letzten 5 und 10 Jahre hinweg die Performance des S&P-500-Index er-

reicht (vgl. Wall Street Journal/Europe, 9. Oktober 1989, S.13). In einem effizienten Markt, in dem der repräsentative Fonds-Manager keine systematischen Informationsvorteile gegenüber den übrigen Marktteilnehmern besitzt, jedoch Verwaltungs- und Transaktionskosten verursacht, ist eigentlich nichts anderes zu erwarten. Nicht von ungefähr haben die Index-Fonds in den letzten Jahren stark an Popularität gewonnen.

In der Schweiz hat die Performance-Messung noch nicht in dem Masse Fuss gefasst wie in den USA. Insoweit als Evidenz über öffentlich aufgelegte Anlagefonds vorliegt, sieht sie für die Anbieter dieser Fonds ähnlich negativ aus (vgl. zB LÖRTSCHER 1989, Chart 1, S.3). Dabei wäre es nicht einmal völlig unplausibel zu argumentieren, dass die Voraussetzungen für die professionelle Finanzanalyse in der Schweiz anders aussehen als in den angelsächsischen Ländern, wo der Kapitalmarkt für die Unternehmensfinanzierung - und damit auch als Sammelstelle unternehmensspezifischer Information - traditionell eine wesentlich gewichtigere Rolle spielt als hierzulande. Als Stichwort sei bloss die oft beklagte Informationspolitik schweizerischer Unternehmungen genannt. Vor diesem Hintergrund erfüllt die professionelle Finanzanalyse in der Schweiz eine für die Anleger besonders wichtige - und daher für sich selbst potentiell sehr profitable - Funktion.

Einen ersten Anlauf, die Qualität der Finanzanalyse schweizerischer Banken anhand ihres unmittelbar-

* Wir danken Walter Wasserfallen für wertvolle Hinweise zu einer früheren Fassung dieser Studie.

sten Outputs, nämlich ihrer Anlageempfehlungen, zu überprüfen, hat WASSERFALLEN (1989) kürzlich in dieser Zeitschrift unternommen. Das Fazit seiner Untersuchung der Empfehlungslisten von sechs Banken fällt ziemlich vernichtend aus: "Der Investor (kann) keine höhere Rendite erreichen, wenn er sein Vermögen gemäss den publizierten Listen anlegt". Nach dem Motto 'You get what you pay for' sieht sich WASSERFALLEN zur Frage veranlasst: "Werden die Listen aus diesem Grund von den Banken gratis an die Interessenten abgegeben?" (S.181).

Der Zufall wollte es, dass wir gerade zum Zeitpunkt der Veröffentlichung von Wasserfallens Studie eine eigene vertiefte Untersuchung über die Anlageempfehlungen einer - in seiner Stichprobe ebenfalls vertretenen - Schweizer Bank abgeschlossen haben, nämlich der Bank Vontobel Zürich. Um es gleich vorwegzunehmen: Wir sind zu einem ganz anderen Ergebnis gelangt. Durch Befolgen der Anlageempfehlungen dieser Bank lässt sich die Performance des schweizerischen Aktienmarks deutlich und systematisch schlagen. Zwar ist unsere Datengrundlage gegenüber derjenigen Wasserfallens insofern schmaler, als wir nur eine Bank unter die Lupe genommen haben. Andererseits haben wir die Anlageempfehlungen dieser Bank über einen mehr als doppelt so langen Zeitraum hinweg verfolgt als er.

Der Rest dieses Beitrags ist wie folgt gegliedert: In Abschnitt 2 setzen wir uns kurz mit Wasserfallens Untersuchungs-Methodik auseinander, um erklären zu können, wie auf der Basis einer zumindest teilweise identischen Datenmenge so unterschiedliche Interpretationen möglich sind. In Abschnitt 3 schildern wir unseren eigenen Ansatz und unsere wichtigsten Ergebnisse. In Abschnitt 4 ziehen wir einige Schlussfolgerungen.

2. Einige kritische Anmerkungen zu der Studie von Wasserfallen

2.1. Die Ereignisstudien

Um die Anlageempfehlungen der von ihm untersuchten Schweizer Banken zu überprüfen, bedient sich WASSERFALLEN (1989) zweier Analyseverfahren. Als erstes unternimmt er sogenannte Ereignisstudien, die folgende Frage beantworten: Wie schneidet ein Investor, der sich die Anlageempfehlungen zu eigen macht, in den ersten neun Tagen nach deren Erscheinen ab? Wasserfallens Antwort: im grossen und ganzen nicht anders, als wenn er in ein repräsentatives Markt-Portefeuille investiert hätte (zB Index-Fonds). Entsprechend folgert er: "Es scheint den Banken demnach nicht zu gelingen, systematisch überdurchschnittlich rendierende Titel zu empfehlen" (S.179).

Dieser Schluss erscheint uns aus zwei Gründen voreilig. Erstens hängt die Qualität einer Anlageempfehlung doch wohl kaum davon ab, wie sich der Börsentip an irgend einem - oder auch der Gesamtheit - der ersten neun Tage nach seiner Abgabe bewährt. Das typische Zielpublikum der Empfehlungen, meist ein breiterer Kundenkreis, dürfte einen längeren Anlagehorizont als neun Tage haben. Insofern ist die Ereignisstudie für den Anleger nicht besonders informativ. Eher hat sie Aussagekraft für den Marktbeobachter, den interessieren mag, ob und wie der Markt auf die Veröffentlichung der in den Anlageempfehlungen enthaltenen neuen Information reagiert, bzw. ob die Anlageempfehlungen überhaupt Neuigkeitswert haben. Wasserfallens Studie spricht nicht für einen solchen Neuigkeitswert. Der Grund dafür liegt auf der Hand - und damit sind wir beim zweiten Punkt: Die Anlageempfehlungen werden schon vor ihrer Veröffentlichung bekannt und benutzt. Für die Bank Vontobel lässt sich diese Vermutung leicht verifizieren, sie dürfte in analoger Weise aber auch für andere Banken gelten: Die Veröffentlichung der Empfehlungen (im Falle der Bank Vontobel: des 'Stock Guide') markiert nicht den Zeitpunkt, zu dem die mutmasslichen 'hot news' erstmals das

Haus verlassen. Vielmehr handelt es sich jeweils um eine Bilanz der seit Erscheinen der letzten Empfehlungsliste (bzw. auch schon früher) mittels Wertpapier-Research erarbeiteten und den Kunden der Anlageberatung auch sogleich übermittelten Aktienbeurteilungen. Im Falle des Stock Guide der Bank Vontobel beträgt das Intervall zwischen den Erscheinungsdaten zweier aufeinanderfolgender Ausgaben für unseren Beobachtungszeitraum im Mittel etwa sechs Wochen.

Ob die Anlageempfehlungen zum Zeitpunkt ihrer erstmaligen Abgabe für den Empfänger Neuigkeitswert und Handlungsrelevanz besitzen, lässt sich mit Ereignisstudien von der geschilderten Art nicht ermitteln. Hierzu müsste man das genaue Datum der erstmaligen Information der Kunden kennen. Dies konnten wir anhand der Vontobel-Daten auch nicht genau überprüfen. Immerhin konnten wir den Neuigkeitswert der Anlageempfehlungen im Sinne der folgenden Fragestellungen analysieren:

1. Wie rentieren die neu empfohlenen Werte im Zeitraum zwischen der Veröffentlichung der entsprechenden Empfehlungsliste bis zum Erscheinen der nächsten Empfehlungsliste? Dies ist im Prinzip dieselbe Art Ereignisstudie wie bei Wasserfällen. Nur ist der Beobachtungszeitraum von neun Tagen auf 30 Tage und mehr ausgedehnt.
2. Wie rentieren die empfohlenen Werte jeweils im Vorfeld der Veröffentlichung der Empfehlung?

In den 63 Stock Guides, welche die Bank Vontobel zwischen dem 29. Dezember 1981 und dem 29. Mai 1989 veröffentlicht hat, finden sich insgesamt 155 neue - d.h. im vorangegangenen Stock Guide noch nicht enthaltene - Kaufempfehlungen für bestimmte Titel [1]. Wie sich die Kurse dieser Titel im Zeitraum bis zum Erscheinen des jeweils nächsten Stock Guide relativ zum Markt entwickeln, zeigt das Streudiagramm in Abb.1. Entlang der gestrichelten Linie stimmen die Kursentwicklung der

Neuempfehlung und die Entwicklung des Markt-Index (hier Datastream-Vontobel-Index) überein. Es ist mit bloßem Auge sichtbar, dass die 155 Beobachtungspunkte einigermaßen symmetrisch um diese Linie verteilt sind. Die quantitative Analyse, deren Ergebnisse in Tabelle 1 wiedergegeben sind, offenbart, dass sich die Neuempfehlungen unmittelbar nach ihrer Veröffentlichung insgesamt etwas besser entwickeln als der Marktindex. Die Differenz beträgt im Durchschnitt 0.7% (pro Monat) und ist auf dem 5%-Niveau, nicht aber auf dem 1%-Niveau, signifikant. Bei einer Unterteilung des Beobachtungszeitraums in drei Teilperioden von je ca. 2 1/2 Jahren zeigt sich zudem, dass die Differenz im Laufe der Zeit kleiner wird und sich im letzten Teilabschnitt statistisch nicht mehr signifikant von null unterscheidet. Gesamthaft fällt das Bild für die Neuempfehlungen also etwas - wenn auch nicht sehr viel - günstiger aus als in Wasserfallens Ereignisstudie.

Hingegen zeigt sich in Abb.2, dass die Entwicklung der empfohlenen Titel unmittelbar vor Veröffentlichung der Empfehlung im Mittel deutlich besser ist als diejenige des Markt-Index. Die mittlere Kursänderungsdifferenz zum Markt beträgt hier 2.2% und ist auch auf dem 1%-Niveau hochsignifikant. Anders als beim Kursverhalten nach Veröffentlichung der Empfehlungen zeigt das Bild für die Teilperioden in der oberen Zeile von Tabelle 1 eine im Zeitablauf zunehmende Kursänderungsdifferenz. Bis Mitte Mai 1984 ist die Differenz sogar negativ, (wenn auch insignifikant).

Allzu weitreichende Schlüsse können aus dem Kursverhalten im Vorfeld der Empfehlung zwar nicht gezogen werden, weil dieser Renditenvergleich dem hypothetischen Investor mehr Information unterstellt, als er tatsächlich besitzen kann. Nur wenn ein Investor zu Beginn jedes Beobachtungsintervalls die ganze Information besessen hätte, die in Wirklichkeit erst während des Intervalls in Form von Empfehlungen eintraf, hätte er die 2,2% Performance-Vorsprung auf den Markt auch wirklich realisieren können. Aber es wird immerhin deutlich, dass diese Information im Vergleich zum Wissensstand zu Beginn der Periode eindeutigen,

Tabelle 1: Kursverhalten der Neuempfehlungen unmittelbar vor und nach ihrer Veröffentlichung im Stock Guide.

Differenz zwischen der Kursentwicklung der Neuempfehlungen und der Veränderung des Marktindex (Durchschnitt, in % pro Monat)	Gesamtzeitraum	Teilperioden		
	Jan. 82-Mai 89	Jan. 82-Juni 84	Juni 84-Dez. 86	Dez. 86-Mai 89
vor Veröffentlichung der Empfehlung ¹⁾	2.2 **	- 0.2	3.5 **	3.8 **
nach Veröffentlichung der Empfehlung ²⁾	0.7 *	1.0 *	0.9 *	0.2

Legende:

- ¹⁾ seit Veröffentlichung des letzten Stock Guide
²⁾ bis Veröffentlichung des nächsten Stock Guide
* signifikant auf dem 5%-Niveau
** signifikant auf dem 1%-Niveau
155 Beobachtungen

und vom Markt auch honorierten, Neuigkeitswert besitzt. Ob die aus Abb. 2 ersichtlichen Renditedifferenzen daher rühren, dass die Empfehlungen der Bank Vontobel den Markt bewegen, oder einfach daher, dass der Markt auf dieselben Informationen reagiert, die auch die Empfehlungen beeinflussen, lässt sich anhand der Daten nicht überprüfen und bleibt deshalb dahingestellt.

2.2. Performance-Tests

Die zweite Untersuchungsmethode, deren sich WASSERFALLEN bedient, ist ein Performance-Vergleich zwischen einem auf Basis der Anlageempfehlungen gebildeten Muster-Portefeuille und dem Markt. Gemessen wird dabei die wöchentliche Performance für 5 Banken bei Beobachtungszeiträumen zwischen 45 und 150 Wochen. Als Kriterium dient das Jensen-Alpha, ein in der einschlägigen Literatur populäres, auf der Basis des Capital Asset Pricing Model (CAPM) risikoadjustiertes Performance-Mass. Nur für eine Bank, und auch bei dieser nur während eines Kalenderjahres (Vontobel, 1987), deutet die Teststatistik auf eine im

Vergleich zum Markt signifikant bessere Performance hin. In allen anderen Fällen wäre das Halten eines Index-Fonds gleich gut oder besser gewesen. Wiederum macht es den Anschein, als lohne es sich - auch auf längere Sicht - nicht, oder nur ganz ausnahmsweise, den Anlageempfehlungen der untersuchten Banken zu folgen. Aber wiederum müssen wir diesen Schluss aufgrund unserer eigenen Analyse der Anlageempfehlungen der Bank Vontobel als voreilig zurückweisen.

Der Haken liegt diesmal bei einem auf den ersten Blick vielleicht unbedeutend und 'technisch' anmutenden Detail: Wasserfallen schichtet seine hypothetischen Muster-Portefeuilles immer dann um, wenn die betreffende Bank eine neue Anlageliste publiziert. Dabei nimmt er - und das ist hier der entscheidende Punkt - jeweils nur die neu zum Kauf empfohlenen Titel in die Portefeuilles auf. Dieses Prozedere ist aus der Perspektive des Forschers, den die in jeder Liste neu enthaltene Information interessiert, verständlich, unter dem Gesichtspunkt der Handlungsrelevanz für den Investor aber fehl am Platz. Denn dieses Vorgehen läuft darauf hinaus, dass jeder Titel, der zum zweiten aufeinanderfolgenden Mal zum Kauf empfohlen wird, wieder aus

Abbildung 1: Kursverhalten nach einer Neuempfehlung.

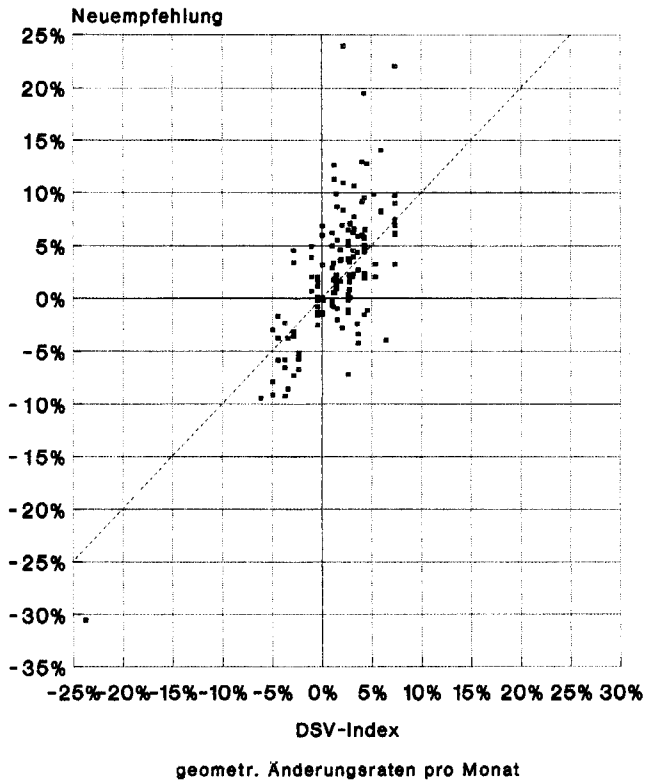
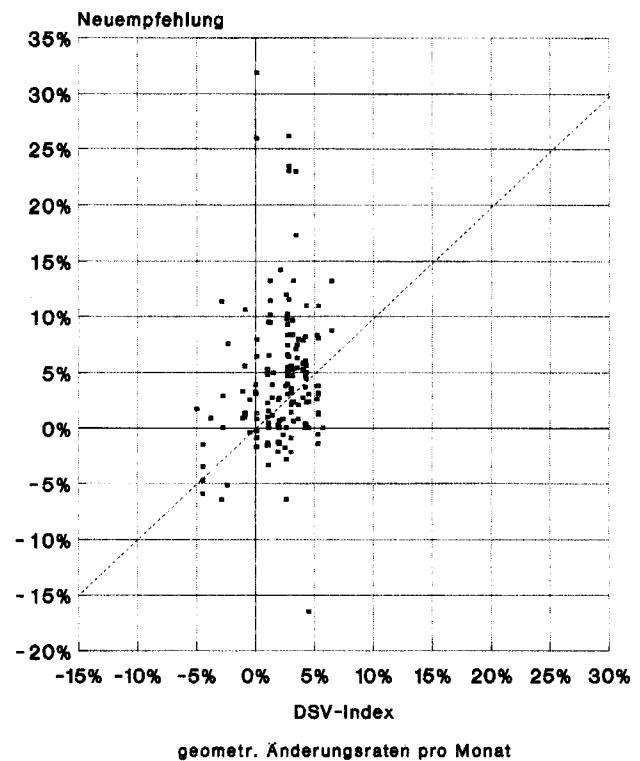


Abbildung 2: Kursverhalten im Vorfeld einer Neuempfehlung.



dem Portefeuille entfernt wird. Aber für den Investor, der daran glaubt, dass sich Fundamentals auf die Dauer durchsetzen, und den interessiert, ob die Analyse einer Bank in der Lage ist, die Fundamentals korrekt einzuschätzen, ist nur die Performance eines Portefeuilles relevant, das ständig alle zur Zeit zum Kauf empfohlenen Titel enthält. Wasserfallens Test-Methodik setzt stillschweigend voraus, dass jede Abweichung eines Aktienkurses von seinem fundamental 'richtigen' Wert, nachdem sie von einer Bank einmal identifiziert ist, nicht länger andauern kann, als bis die Bank ihre nächste Anlageliste publiziert, die den Titel aber (warum eigentlich?) meist weiterhin zum Kauf empfiehlt. Wenn man schon Abweichungen vom Idealbild des vollkommen informations-effizienten Marktes und der fundamental stets korrekt bewerteten Aktien eruieren will, warum sollte man es dann in so restriktiver Form tun? Theoretisch spricht nichts dafür, empirisch jedoch, wie wir im folgenden zeigen, einiges dagegen.

3. Die Anlageempfehlungen in den Stock Guides der Bank Vontobel

3.1. Datenbasis und Methodik [2]

Unsere eigene empirische Untersuchung beschäftigt sich mit der Performance von Schweizer Aktien, die von der Bank Vontobel als fundamental günstig eingestuft werden. Seit Ende 1981 wird von dieser Bank ein Swiss Stock Guide herausgegeben, in dem ein Grossteil der in der Schweiz notierten einheimischen Aktien aufgeführt sind. Die meisten der aufgeführten Aktien werden einem Wertpapier-Research unterzogen und daraufhin in drei Kategorien eingeteilt: "fundamental unterbewertet", "fundamental angemessen (fairly) bewertet" und "fundamental überbewertet". Wichtige Grössen bei der Beurteilung der Aktien stellen die 'Price-Earnings-Ratio' auf Basis des geschätzten Gewinnes, die 'Price-Book-Ratio' auf Basis des geschätzten Substanzwertes, und die durchschnittliche Wachstums-

rate der 'Earnings per Share' dar. Für die Untersuchung liegen 70 Stock Guides vor, die in nicht ganz regelmässigen Abständen zwischen dem 29. Dezember 1981 und dem 28. Dezember 1989 erschienen sind.

Um eine generelle Aussage über die Performance der Stock-Guide-Empfehlungen zu treffen, wird ein Portefeuille gebildet, das alle jeweils empfohlenen, d.h. als "fundamental unterbewertet" eingestuft Titel enthält [3]. Dies bedeutet, dass das Portefeuille jeweils bei Erscheinen eines neuen Stock Guide umgeschichtet wird. Bezugsrechte (aus Kapitalerhöhungen oder Neuemissionen von anderen Titeln), die für viele der Titel innerhalb des Empfehlungszeitraums anfallen, gehen mit ihrem Wert in die Berechnung der Portefeuille-Entwicklung ein. Weiterhin werden auch alle Aktiensplits, die während der Empfehlungszeit vorkommen, berücksichtigt. Mit Beginn des Untersuchungszeitraumes wird ein fiktiver Betrag investiert, der sich aufgrund der Kursentwicklung (inklusive Bezugsrechte) der Empfehlungen verändert. Der gesamte Vermögenswert ist immer voll investiert; es gibt keine Barreserve. Bezüglich der Zusammensetzung des Portefeuilles haben wir mit zwei Verfahren gearbeitet, nämlich sowohl mit der Gleichgewichtung als auch mit der Kapitalisierungsgewichtung der empfohlenen Titel. Als Mass für die Entwicklung des Schweizer Aktienmarktes diente der Datastream-Vontobel-Index (im folgenden kurz DSV-Index genannt) [4].

Wesentlich für einen korrekten Performance-Vergleich ist die adäquate Berücksichtigung der Transaktionskosten, die das ständige Umschichten der Muster-Portefeuilles verursacht. Anhand der bei jeder Umschichtung erforderlichen Käufe und Verkäufe haben wir die anfallenden Abgaben und Gebühren sowie auf der Basis der im Untersuchungszeitraum (noch) gültigen Courtage-Konvention die Kommissionen ermittelt [5]. Die Transaktionskosten schlagen bei der Berechnung der Netto-Rendite der Muster-Portefeuilles mit ungefähr einem Prozentpunkt p.a. zu Buche. Desweiteren erfordert ein sauberer Performance-Vergleich neben der Erfassung der Kursentwicklungen auch den

Einbezug der Dividendenausschüttungen. In der einschlägigen Literatur wird auf die Berücksichtigung dieses Faktors allerdings aus Datengründen häufig verzichtet. Die im folgenden berichteten Ergebnisse weisen die Entwicklung der Muster-Portefeuilles und des Markt-Index sowohl mit als auch ohne Dividenden-Adjustierung aus, wobei im ersteren Fall jeweils Reinvestition der Dividenden unterstellt ist.

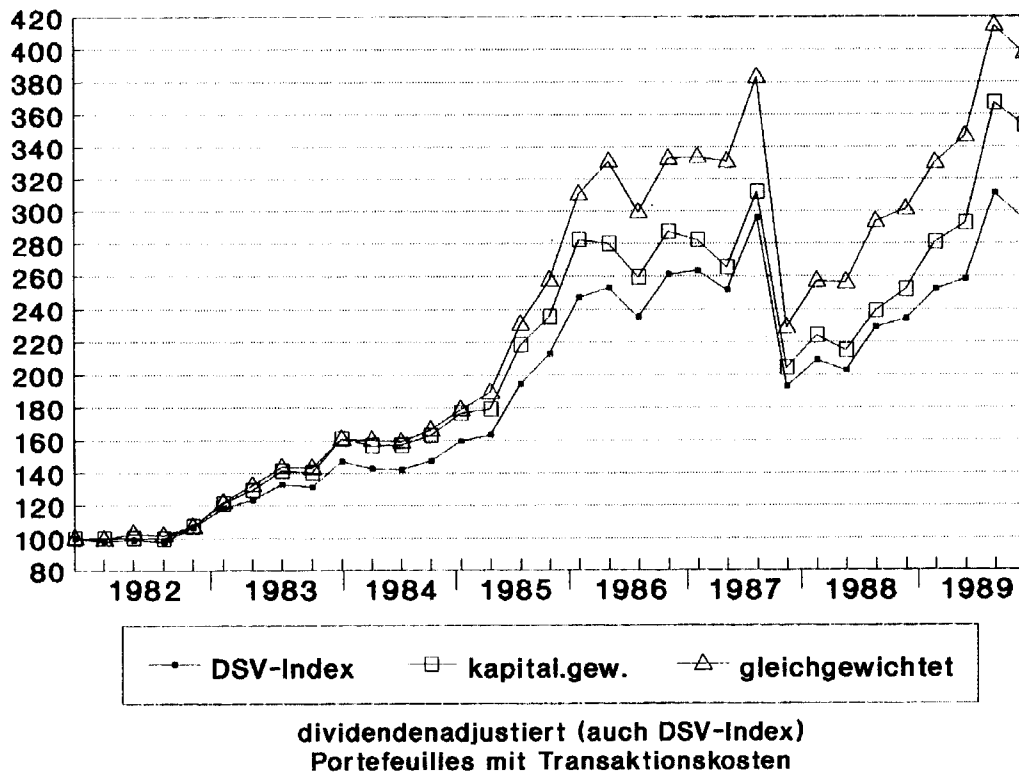
3.2. Ergebnisse

Abb.3 vermittelt eine Übersicht über die Wertentwicklung der von uns gebildeten Portefeuilles im Zeitraum von Ende 1981 bis Ende 1989. Dargestellt sind der dividendenadjustierte DSV-Index als Indikator für die Performance des Marktes sowie je ein gleichgewichtetes und ein kapitalisierungsgewichtetes Muster-Portefeuille der Stock-Guide-Empfehlungen (ebenfalls dividendenadjustiert). Es zeigt sich, dass der Markt-Index von beiden Muster-Portefeuilles deutlich übertroffen wird.

Die Tatsache, dass von den beiden Muster-Portefeuilles das gleichgewichtete klar besser abschneidet als das kapitalisierungsgewichtete, legt die Vermutung nahe, dass auch am schweizerischen Aktienmarkt, zumindest für unseren Untersuchungszeitraum und unsere Stichprobe, der für die USA vielfach belegte Small-Firm-Effekt wirksam ist. Eine explizite Überprüfung dieser Vermutung, über die hier nicht im einzelnen berichtet wird (vgl. jedoch GUTMANN 1989), haben wir durch die Bildung zweier separater Haupt- und Nebenwert-Portefeuilles vorgenommen und dabei unsere Erwartung einer signifikant besseren Wertentwicklung des Nebenwert-Portefeuilles bestätigt gefunden - dies im Unterschied zu WASSERFALLEN (1989, S. 181), der mit seinem oben geschilderten Verfahren keinerlei Evidenz für einen solchen Effekt gefunden hat.

Tabelle 2 zeigt die Wertentwicklung der drei Vergleichsportefeuilles für jedes der acht Jahre unseres Untersuchungszeitraums. Sowohl die jährlichen Renditen als auch die Renditedifferenzen unterlie-

Abbildung 3: Wertentwicklung der Muster-Portfeuillees.

Tabelle 2: Die jährliche Wertentwicklung der Vergleichsportfeuillees ¹⁾ (in %).

Markt-Portfeuille		gleichgewichtetes Muster-Portfeuille		kapitalisierungs- gewichtetes Muster-Portfeuille	
		absolut	Unterschied zum Markt	absolut	Unterschied zum Markt
1982	18.1	21.9	3.8	21.0	2.9
1983	24.6	32.0	7.4	33.1	8.5
1984	8.3	11.3	3.0	9.7	1.4
1985	55.0	73.5	18.5	59.9	4.9
1986	6.6	7.4	0.8	0.0	-6.6
1987	-26.8	-31.5	-4.7	-27.7	-0.9
1988	21.4	31.6	10.2	23.4	2.0
1989	25.8	32.0	6.2	40.2	14.4
1982-1989	194.4	297.1	102.7	253.4	59.0

Legende:

¹⁾ Wertentwicklung unter Berücksichtigung von Dividenden und Transaktionskosten. Da die Portfeuille-Entwicklung in dieser Untersuchung nur jeweils zum Zeitpunkt einer Umschichtung registriert wird, stimmen die angegebenen Zeiträume nicht genau mit den Kalenderjahren überein.

gen erheblichen Schwankungen. Aber mit Ausnahme des Jahres 1987 - im Falle des kapitalisierungsgewichteten Portefeuilles auch 1986 - übertrifft die Rendite des Muster-Portefeuilles stets diejenige des Markt-Portefeuilles.

Wie die moderne Theorie der Performance-Messung lehrt, darf ein Performance-Vergleich, soll er aussagekräftig sein, nicht allein auf die Wertentwicklung der untersuchten Portefeuilles abstellen, sondern muß auch berücksichtigen, ob und inwieweit bessere Renditen durch höheres Risiko erkaufte sind (vgl. zB GRINBLATT 1986/87). Dies kann entweder dadurch geschehen, dass die durchschnittliche Überschussrendite [6] jedes Portefeuilles zur Variabilität der Rendite in Beziehung gesetzt wird (sog. Sharpe-Performance-Index), oder dadurch, dass ermittelt wird, wie stark die durchschnittliche Rendite jedes Portefeuilles von der Voraussage des Capital Asset Pricing Model abweicht, laut dem die Rendite in einer linearen Beziehung zum nichtdiversifizierbaren Risiko der betreffenden Anlage stehen sollte (Treynor-Performance-Index und Jensen-Alpha).

Das Ergebnis unserer Berechnung der verschiedenen Performance-Indices ist in den Tabellen 3 und 4 wiedergegeben. Dabei zeigt sich, dass die Berücksichtigung des Anlage-Risikos an dem qualitativen Bild, das wir allein aufgrund der Renditen gewonnen haben, nichts ändert - und zwar unabhängig davon, ob die Daten dividendenadjustiert sind oder nicht, und auch unabhängig von der Wahl des Risikomasses, zu dem die Wertentwicklung in Beziehung gesetzt wird. Ob nackte Renditen, Sharpe-Performance-Index (SPI), Treynor-Performance-Index (TPI) oder Jensen-Alpha (JPI): allemal übertrifft das gleichgewichtete das kapitalisierungsgewichtete Muster-Portefeuille, das seinerseits wiederum die Performance des Marktes in den Schatten stellt [7]. Sowohl das systematische (β) als auch das Gesamtrisiko (σ) der Muster-Portefeuilles weicht nur geringfügig von demjenigen des Markt-Portefeuilles ab. Insoweit als zusätzliches Risiko in Kauf zu nehmen ist, wird es durch den Mehrertrag, wie die Performance-Indizes anzeigen, mehr als angemessen kompensiert. Die Ähnlichkeit der ver-

gleichenen Portefeuilles bezüglich ihrer Risiko-Eigenschaften widerlegt auch das in diesem Zusammenhang gerne vorgebrachte Argument, wonach durch eine gezielte Aktienausswahl aufgrund von Anlageempfehlungen unverhältnismässig viel diversifizierbares Risiko in Kauf genommen werden müsse. Der Anteil des diversifizierbaren Risikos an der totalen Varianz der Periodenrenditen (in den Tabellen 3 und 4: γ) übersteigt in keinem Fall 10 %. Auch die Muster-Portefeuilles erweisen sich mithin als gut diversifiziert.

Wir haben überprüft, inwieweit unsere Ergebnisse durch den 'Ausreisser' des Crash vom Oktober 1987 beeinflusst sind. Der Vergleich mit den Resultaten, die sich bei Ausschluss der Crash-Periode ergeben, zeigt zwar, dass sowohl der Mittelwert als auch die Variabilität aller Portefeuille-Erträge durch den Crash nachhaltig verschlechtert worden sind. Aber an der Rangordnung der Performance-Indizes ändert sich nichts. Es fällt bloss auf, dass die Spitzenstellung des gleichgewichteten Muster-Portefeuilles bei Ausschluss des Oktober-Crash noch wesentlich ausgeprägter zutage tritt. Dies ist nicht weiter überraschend, wenn man bedenkt, dass die Nebenwerte im Crash ganz besonders unter die Räder gekommen sind (Abbildung 3).

Worauf beruht die konsistent bessere Performance unserer Muster-Portefeuilles gegenüber dem Markt-Index? Es gibt grundsätzlich zwei Möglichkeiten, eine überdurchschnittliche Performance zu erzielen: Entweder man versteht nichts von der Qualität einzelner Titel, hat aber eine Nase für die Richtung des Marktes und richtet es so ein, dass man in der Hausse vorwiegend marktempfindliche, in der Baisse dagegen vorwiegend marktunempfindliche Papiere hält. Dies ist Timing-Fähigkeit. Oder man ist zwar agnostisch bezüglich des jeweiligen Trends des Gesamtmarktes, hat aber eine Nase für die Titel, die das Potential besitzen, den Markt auf die Dauer hinter sich zu lassen. Das ist erfolgreiche Titelselektion. Um Timing-Fähigkeiten zur Geltung zu bringen, ist es nötig, das Portefeuille häufig, und insbesondere vor Richtungsänderungen des Marktes, umzuschichten. Erfolgreiche Titelselektion erfordert dagegen vergleichsweise weniger Transak-

Tabelle 3: Performance-Indizes auf der Basis der Kursentwicklung ohne Berücksichtigung der Dividenden. (29.12.1981 bis 28.12.1989, 61 Beobachtungen).

	R	σ	β	SPI	TPI	JPI	γ
gleichgewichtetes Muster-Portfeuille	5,0	12,9	0,98	0,31	4,1	1,31 ¹⁾	9,8
kapitalisierungsgew. Muster-Portfeuille	4,7	13,9	1,09	0,27	3,4	0,72 ²⁾	3,9
Markt (DSV-Index)	3,8	12,5	1	0,22	2,8	0	0

Legende:

¹⁾ t-Wert: 2.70²⁾ t-Wert: 1.98**Tabelle 4: Performance-Indizes auf der Basis der Wertentwicklung mit Berücksichtigung (und Reinvestition) der Dividenden. (29.12.1981 bis 28.12.1989, 32 Beobachtungen ¹⁾).**

	R	σ	β	SPI	TPI	JPI	γ
gleichgewichtetes Muster-Portfeuille	4.6	11.5	1.10	0.31	3.3	0.93 ²⁾	4.5
kapitalisierungsgew. Muster-Portfeuille	4.1	10.8	1.05	0.29	3.0	0.56 ³⁾	1.3
Markt (DSV-Index)	3.4	10.2	1	0.24	2.4	0	0

Legende:

¹⁾ Aus Datengründen liegen die dividendenbereinigten Werte nur quartalsweise vor.²⁾ t-Wert: 2,46³⁾ t-Wert: 1,65**Notation in den Tabellen 3 und 4**R: Durchschnittliche Rendite ¹⁾ nach Abzug der Transaktionskosten, (in % pro Quartal) σ : Volatilität (Standardabweichung der Periodenrenditen) β : Mass für das nicht-diversifizierbare Risiko gemäss CAPM (Regressionskoeffizient der jeweiligen Rendite bezüglich Marktrendite)SPI: Sharpe-Performance-Index $\equiv (R - r)/\sigma$ TPI: Treynor-Performance-Index $\equiv (R - r)/\beta$ JPI: Jensen-Performance-Index $\equiv R - r - \beta(R_m - r)$ R_m : Durchschnittliche Rendite des Markt-Portefeuilles

r: Risikofreier Geldmarktzins (hier 3-Monats-Eurofrankensatz, im Durchschnitt des Untersuchungszeitraums 1% pro Quartal)

 γ : Anteil des diversifizierbaren Risikos am Gesamtrisiko des Portefeuilles (in %)

Legende:

¹⁾ Es handelt sich hier jeweils um ein arithmetisches Mittel der beobachteten Periodenrenditen. Dies erklärt, zusammen mit der unterschiedlichen Anzahl von Beobachtungen, warum die dividendenadjustierten Renditen in Tabelle 4 niedriger erscheinen als die reinen Kursänderungen in Tabelle 3.

tionen und ist nicht darauf angewiesen, diese Transaktionen in bestimmten Marktphasen zu tätigen. Es wäre überraschend, wenn die überdurchschnittliche Performance von Anlageempfehlungen, die auf Wertpapier-Research, d.h. auf der Analyse der fundamentalen Bestimmungsfaktoren unternehmerischen Ertragspotentials, beruhen, besondere Timing-Fähigkeiten erkennen liesse. Eine genauere Inspektion unserer Daten zeigt denn auch deutlich, dass dies nicht der Fall ist. Im Mittel werden von den 360 Titeln, die am Ende des Untersuchungszeitraumes den DSV-Index bilden, von den Stock Guides zu jedem Zeitpunkt gut 52 zum Kauf empfohlen. Von diesen 52 werden in jedem neuen Stock Guide durchschnittlich weniger als 3 ausgewechselt. Die Umschlaghäufigkeit ist also sehr gering - und sie ist sogar noch geringer als sonst, bevor der Markt seine Richtung ändert. Auch haben wir ja bereits in Abschnitt 2 gesehen, dass die Anlageempfehlungen im Zeitraum bis zur Abgabe der nächsten Empfehlung (30-60 Tage) nur wenig mehr bringen als das Markt-Portefeuille. Von Nutzen sind sie also hauptsächlich für Anleger mit längerfristigem Horizont [8]. Aufschlussreich ist desweiteren die Beobachtung, dass zwölf Titel während unseres Untersuchungszeitraumes ohne Unterbruch zum Kauf empfohlen waren. Ein nur aus diesen Dauerempfehlungen gebildetes Portefeuille übertrifft die Performance der in Abb.3 und Tabelle 2 beschriebenen Muster-Portefeuilles bei weitem. Dieses Ergebnis ist für den Anleger zwar nur von untergeordnetem Interesse, weil ja immer erst hinterher klar wird, was eine Dauerempfehlung war und was nicht. Aber es wird doch deutlich, dass die überdurchschnittliche Performance der beiden Muster-Portefeuilles - in denen die Dauerempfehlungen natürlich stets enthalten sind - nicht einer lebhaften Umschichtungsaktivität, sondern einer korrekten Identifikation unterbewerteter Titel zu verdanken ist. Vor allem zeigt sich hierbei auch, wie lange der Abbau einer Unterbewertung dauern kann, und wie problematisch infolgedessen die Überprüfung der Anlageempfehlungen auf der Basis eines Muster-Portefeuilles ist, das jeweils nur die neu empfohlenen Titel enthält.

4. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

In einem mittlerweile klassischen Aufsatz haben GROSSMAN und STIGLITZ (1981) den Nachweis erbracht, dass es den vollkommen effizienten Markt nicht geben kann. Denn gäbe es ihn, wäre alle für die Bewertung der Aktien relevante Information bereits in den Kursen enthalten und niemand hätte mehr einen Anlass, sich um die Informationsbeschaffung zu kümmern. Wie aber käme dann die Information in die Kurse? Dasselbe Paradoxon setzt natürlich auch dem eingangs angesprochenen Vordringen der Index-Fonds Grenzen. Wäre jedermann davon überzeugt, dass alle Information, die mit Primär-Research gewonnen werden kann und ihren Niederschlag in Anlageempfehlungen sowie aktiv verwalteten Anlagefonds findet, vom Markt bereits eskomptiert ist, und würde daher jedermann nur noch in Index-Fonds investieren, wäre nicht mehr einzusehen, wie wesentliche unternehmensspezifische Information überhaupt noch die relative Marktbewertung der betreffenden Unternehmung verändern könnte. Die Anleger würden die ihrer Strategie zugrundeliegende Prämisse mit eben dieser Strategie ausser Kraft setzen.

Wie unsere Untersuchung gezeigt hat, ist der schweizerische Aktienmarkt noch weit davon entfernt, in diese paradoxe Situation zu geraten [9]. Die Performance der von uns anhand der Anlageempfehlungen der Bank Vontobel gebildeten Muster-Portefeuilles ist deutlich besser als diejenige des Marktes. Der Markt, so lautet unsere Schlussfolgerung, ist nicht so effizient, dass ein von fundamentalanalytischen Gesichtspunkten geleiteter Primär-Research keinen eindeutigen ökonomischen Nutzen brächte. Da die den Anlageempfehlungen zugrundeliegende unternehmensspezifische Information in der Regel nicht in vollem Umfang öffentlich verfügbar ist und auch die Anlageempfehlungen selbst nicht wesentlich über den Kundenkreis der Bank hinaus gestreut werden, können unsere Resultate wohl nur als Evidenz gegen die sogenannte starke Form der Markteffizienz gewertet werden.

Im einzelnen seien hier die folgenden Punkte nochmals festgehalten:

1. Die gegenüber dem Gesamtmarkt überlegene Performance der Muster-Portefeuilles ergibt sich unter Berücksichtigung sowohl der Dividendenausschüttungen als auch der aufzuwendenden Transaktionskosten und ist nicht mit nennenswertem diversifizierbarem Risiko erkaufte.
2. Wie bereits aus dem Vergleich des gleichgewichteten mit dem kapitalisierungsgewichteten Portefeuille ersichtlich wird, spielt auch auf dem schweizerischen Aktienmarkt der aus ausländischen Studien bekannte 'Small-Company-Effekt'. Ergebnisse dieser Art können allerdings sensibel auf die Wahl des Anfangs- und des Endpunktes einer Untersuchung reagieren. Zu beachten ist auch, dass die überlegene Performance der Nebenwerte während des Gesamtzeitraums der Untersuchung nicht ausschliesst, dass sich in einzelnen Teilperioden - wie zB während des Oktober-Crash 1987, oder auch im Laufe des Jahres 1989 - ein ganz anderes Bild ergibt.
3. Die überlegene Performance der Muster-Portefeuilles beruht nicht auf einem geschickten Timing des Marktes, sondern - wie angesichts der fundamentalanalytischen Basis der Anlageempfehlungen nicht anders zu erwarten - auf einer guten Titelselektion. Wie schon WASSERFALLEN (1989) finden auch wir nur wenig Evidenz für eine deutliche kurzfristige Reaktion des Marktes auf die Veröffentlichung der Anlageempfehlungen. Im Unterschied zu WASSERFALLEN finden wir jedoch eine signifikante längerfristige Rechtfertigung der Anlageempfehlungen durch den Markt. Wie insbesondere die auffallend gute Performance der permanent zum Kauf empfohlenen Titel belegt, kann es sehr lange dauern, bis der Markt die doch immerhin dem Finanzanalytiker zugängliche Information voll verarbeitet hat. Es macht somit den Anschein, als seien die von den Anlageempfehlungen ausgebeuteten Unterbewertungen einzelner Titel von erheblicher Persistenz. Dies ist vor dem Hintergrund der Markteffizienz-Hypothese einigermassen

erstaunlich. Interessanterweise kann aber gerade diese spezifische Art der Informationsineffizienz von herkömmlichen Effizienz-Tests, die auf das Zeitreihenverhalten der Kurse abstellen, kaum entdeckt werden (vgl. SUMMERS 1986).

Abschliessend möchten wir betonen, dass wir in diesem Artikel keinerlei komparative Analyse von Anlageempfehlungen vorgenommen haben. Wir haben somit in keiner Weise 'bewiesen', dass der Wertpapier-Research der in unserer Fallstudie untersuchten Bank Vontobel besser als derjenige anderer Häuser ist. Hingegen sprechen unsere Ergebnisse dafür, dass sich qualifizierte Finanzanalyse lohnt. Der Spielraum zur Vertiefung und Erweiterung unserer Untersuchung ist noch gross. Daten über die Anlageempfehlungen und Portefeuilles möglichst vieler Finanzinstitutionen müssten aufbereitet und ausgewertet werden, damit weitergehende Aussagen über die Informationsverarbeitungskapazität der Vermögensverwaltungsbranche, und letztlich des schweizerischen Aktienmarktes selbst, möglich werden.

Fussnoten

- [1] Insoweit als es sich bei den Neuempfehlungen um Neuemissionen handelt, für die mithin im Vorfeld der Empfehlung keine Kurse festgestellt werden können, sind sie in der genannten Zahl nicht enthalten.
- [2] Dieser Abschnitt vermittelt einen gerafften Überblick über das angewandte Evaluationsverfahren. Eine detailliertere Beschreibung findet sich in GUTMANN (1989).
- [3] Wir haben darauf verzichtet, das wesentlich seltener vorkommende Rating "fundamental überbewertet" bei der Bildung des Portefeuilles (etwa in Form von Short-Positionen) zu berücksichtigen.
- [4] Dieser Index verzeichnet im Untersuchungszeitraum eine bessere Wertentwicklung als der gebräuchlichere SBV-Index und unterwirft insofern die untersuchten Anlageempfehlungen einem härteren Test.
- [5] Die Courtage-Konvention staffelt die Kommissionen nach Umsatz. Im Interesse einer konservativen Schätzung haben wir die Courtage-Sätze der niedrigeren Umsatzbereiche angewandt.
- [6] Überschussrendite: Differenz zwischen der Rendite des betrachteten Portefeuilles und der Rendite einer risikofreien (d.h. typischerweise einer kurzfristigen Geldmarkt-)Anlage.
- [7] Performance-Indices für die Subperioden von Tabelle 2 haben wir nicht berechnet, da hierfür die Anzahl der Beobachtungen nicht ausreicht.
- [8] Formal haben wir diese These dadurch überprüft, dass wir die Performance eines verzögert auf Empfehlungen reagierenden Portefeuilles ermittelt haben. Dieses wird bei Erscheinen jedes Stock Guide auf der Basis der Empfehlungen im letztvergangenen, also 30-50 Tage alten, Stock Guide umgeschichtet. Im Vergleich zu den Muster-Portefeuilles von Abb. 3, die jederzeit die aktuellsten Empfehlungen widerspiegeln, fällt der Wertzuwachs über den Beobachtungszeitraum nur geringfügig niedriger aus.
- [9] Nur nebenbei sei bemerkt, dass die zunehmende Verbreitung der Index-Fonds nicht unbesehen mit einem allgemeinen Trend zum rein passiven Portfolio-Management gleichgesetzt werden darf. Vielmehr spielen Index-Fonds-Anteile in der Regel eine genau kalkulierte Rolle innerhalb von aktiv verwalteten Portefeuilles (vgl. zB LÖRTSCHER 1989).

Literatur

- GRINBLATT, M. (1986/87): "How to Evaluate a Portfolio Manager", Finanzmarkt und Portfolio Management, Nr.2, S. 9-20.
- GROSSMAN, S.J. and J.E. STIGLITZ (1980): "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", American Economic Review, 70, S. 393-408.
- GUTMANN, M. (1989): "Performance-Messung und Markteffizienz - Eine Untersuchung für den schweizerischen Aktienmarkt am Beispiel des 'Swiss Stock Guide' der Bank Vontobel Zürich", Diplomarbeit, Institut für allgemeine Wirtschaftsforschung, Abt. Wirtschaftstheorie, Universität Freiburg i.Br.
- LÖRTSCHER, R. (1989): "Index Funds: Gaining Ground", Swiss Bank Corporation, Economic and Financial Prospects No.6, S. 1-4.
- SUMMERS, L.H. (1986): "Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?", Journal of Finance, 41, S.591-602.
- WASSERFALLEN, W. (1989): "Anlageempfehlungen von Schweizer Banken", Finanzmarkt und Portfolio Management, Nr.3, S. 177-184.