



UNTERNEHMENSANALYSE 28/10/2016

## Unverbesserliche Optimisten

von KAI LEHMANN

- Die Analystenempfehlungen für die DAX 30-Unternehmen waren innerhalb der letzten zehn Jahre von starkem Optimismus geprägt. So lauteten 51,4 % der Empfehlungen auf „Kaufen“, 33,1 % waren neutral und in lediglich 15,6 % der Fälle wurde zum Verkauf geraten.
- Zwischen dem Renditepotenzial, das die Analysten einer Aktie zubilligen, und dem tatsächlichen Kursverlauf lässt sich kein statistisch signifikanter Zusammenhang ausmachen. Vielmehr laufen die Analysten der tatsächlichen Kursentwicklung hinterher. Wäre ein Investor den Anlageempfehlungen gefolgt, so hätte er im Beobachtungszeitraum 2006 bis 2016 gegenüber einem zufällig gewählten DAX-Portfolio keine systematische Überrendite erzielt.
- Investoren sollten sich des institutionellen Umfeldes des Analysten und den daraus hervorgehenden Anreizen bewusst sein und bei der Lektüre der Studien eine zentrale Aufgabe des Sell-Side Research im Hinterkopf haben: Marketing.

### Motivation

Folgt man klassischen Aktienbewertungsansätzen, so wird der heutige Wert eines Unternehmens vornehmlich durch seine künftige Ertragskraft bestimmt. Da die subjektiven Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer hinsichtlich dieser Ertragskraft jedoch voneinander abweichen und sich stetig ändern, oszillieren die am Markt beobachtbaren Preise der Aktien um ihre jeweiligen inneren Werte. Da viele Marktteilnehmer aufgrund fehlender Kenntnisse oder zeitlicher Restriktionen jedoch nicht in der Lage sind, die bewertungsrelevanten Informationen zur künftigen Ertragskraft eines Unternehmens adäquat

einzuordnen, orientieren sie sich an den Einschätzungen von Analysten.<sup>1</sup> In den Lehrbüchern werden Analysten oftmals als Informationsintermediäre bezeichnet, denen es durch das Ausnutzen komparativer Vorteile möglich ist, den Prozess des Erlangens, Auswertens und Distribuierens von Informationen zu geringstmöglichen Kosten durchzuführen. Ihre Studien versehen sie meist mit konkreten Anlageempfehlungen. Letztere stellen das stark komprimierte Ergebnis eines umfangreichen Bewertungsprozesses dar, bei dem zumeist erwartete

---

<sup>1</sup> Der Begriff des „Analysten“ bezieht sich hier auf den Sell-Side Analysten, deren Studien und Anlageempfehlungen öffentlich zugänglich sind.



Cashflows auf den Bewertungstag diskontiert und mit dem aktuellen Marktwert des Unternehmens verglichen werden.

Liegt der Wert, den ein Analyst einem Unternehmen zubilligt über dem am Markt beobachtbaren Preis, so rät der Analyst zum Kauf der Aktie, liegt der Preis über dem Wert, so wird er von einem Kauf abraten bzw. raten, den Titel zu veräußern. Das hierbei implizierte Kalkül ist, dass der Markt die Fehlbewertung erkennt und sich der Preis mit der Zeit an den inneren Wert angleicht. Unterstellt man, dass eine Aktie im Zeitablauf um ihren „wahren“ Wert oszilliert, so sollte sich über einen recht langen Beobachtungszeitraum eine ausgeglichene Anzahl von Kauf- und Verkaufsempfehlungen ergeben. Mal ist der Markt mit seinen Einschätzungen zu optimistisch und gutgläubig, wie es unzweifelhaft zu Zeiten des Neuen Marktes der Fall war, mal herrscht am Markt übertriebener Pessimismus. Auf lange Sicht jedoch kann nicht davon ausgegangen werden, dass Wertpapiere an den Börsen systematisch falsch bewertet werden, also beispielsweise „chronisch“ unterbewertet sind. In der Theorie tragen Analysten also zu einer Erhöhung der Kapitalmarkteffizienz bei, indem sie verhindern, dass sich der Preis eines Wertpapiers allzu weit vom inneren Wert abkoppelt. Und tatsächlich richten Anleger ihre Investitionsentscheidungen an den Empfehlungen der Analysten aus, wie die signifikanten Kursreaktionen im Rahmen von Änderungen der Empfehlungen belegen.<sup>2</sup> Durch die Orientierung an den Einschätzungen der Analysten senkt der unkundige Investor die Gefahr, durch fehlerhafte Interpretationen oder Heuristiken bei der Datenauswertung Fehlentscheidungen im Kapitalanlageprozess zu begehen, so lehrt uns die Theorie.

---

<sup>2</sup> Vgl. exemplarisch Pucker (2013), „*Information processing in financial markets – Three Essays on equity analysts*“, abrufbar unter <http://d-nb.info/1041714602/34>, letzter Abruf: 28. Oktober 2016.

Bis hierhin wirkt die Tätigkeitsbeschreibung des Analysten also durchaus ehrenhaft. Doch warum sehen sich Analysten seit langem dem Vorwurf ausgesetzt, man könnte ihren Empfehlungen nicht uneingeschränkt vertrauen? Reputationsanreize müssten doch dazu führen, dass möglichst realitätsgetreue Einschätzungen und lohnenswerte Empfehlungen an den Markt kommuniziert werden. Schließlich stärken gute Prognosen das eigene „Standing“ in der Financial Community und damit womöglich auch die Karrierechancen des Analysten.

Die Gründe, die einer unvoreingenommenen Bewertung im Wege stehen, sind im institutionellen Umfeld des Analysten zu suchen. In diesem ist der Analyst in ein Geflecht teils inkompatibler Interessen eingebettet, die dazu führen, dass er nicht mehr im Sinne des Kapitalgebers agiert, sondern primär den Interessen seines Arbeitgebers nachkommt. Die in der Literatur diskutierten Erklärungsansätze für dieses Verhalten konzentrieren sich im Wesentlichen auf den Umstand, dass Analysten keinen eigenen Umsatz erwirtschaften, sondern durch ihre Anlageurteile indirekt zur Ertragsgenerierung anderer Abteilungen beitragen sollen. So wird der Überhang an positiven Empfehlungen unter anderem darauf zurückgeführt, dass Analysten anderweitige bestehende und potenzielle Beratungs- und Finanzierungsbeziehungen zwischen dem eigenen Arbeitgeber und dem zu analysierenden Unternehmen nicht gefährden wollen (und sollen). So werden Aktien von Unternehmen, bei denen der Arbeitgeber des Analysten zugleich bei Kapitalmarkttransaktionen mitwirkt, äußert selten mit einem negativen Anlageurteil versehen.<sup>3</sup> Abstufungen werden im Falle bestehender Geschäftsbeziehungen gerne herausgezögert, während Hochstufungen ver-

---

<sup>3</sup> Vgl. Lin/McNichols (1998), „*Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations*“, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, S. 101-127.



gleichsweise zügig vorgenommen werden.<sup>4</sup> *Ko-lansinski/Kothari (2008)* zeigen, dass Analysten, deren Arbeitgeber über M&A-Aktivitäten mit dem zu covernden Unternehmen verbunden ist, im Vorfeld von Transaktionen überdurchschnittlich Hochstufungen des Käuferunternehmens vornehmen.<sup>5</sup> Da der Analyst mit Auf- und Abstufungen zudem Handelsumsätze für den eigenen Arbeitgeber generieren kann und der Kreis potenzieller Käufer einer Aktie stets größer ist als der potenzieller Verkäufer, bestehen Anreize für die vermehrte Vergabe von Kaufempfehlungen. Im Hinblick auf die eigene Karriere scheint es darüber hinaus durchaus förderlich, optimistische Einschätzungen abzugeben, falls der Arbeitgeber auch als Konsortialbank bei Kapitalmarktgeschäften des entsprechenden Unternehmens in Erscheinung tritt.<sup>6</sup> Zudem gibt es Hinweise darauf, dass Analysten mit der Abgabe vergleichsweise negativer Urteile den Informationsfluss zum covernden Unternehmen gefährden. Untersuchungen deuten darauf hin, dass die Zeit, die ein Analyst im Rahmen eines Conference Calls für eigene Fragen eingeräumt bekommt, unter anderem von seinem bestehenden Anlageurteil für das Unternehmen abhängt.<sup>7</sup>

---

<sup>4</sup> Vgl. Carapeto/Gietzmann (2011), „*Sell-Side Analyst Bias When Investment Banks Have Privileged Access to the Board*“, in: *Financial Management*, Vol. 40, S. 757-784 und O'Brien et al. (2005), „*Analysts Impartiality and Investment Banking Relationships*“, in: *The Journal of Accounting Research*, Vol. 43, S. 623-650.

<sup>5</sup> Ljungqvist et al. (2006) zeigen allerdings, dass ungerechtfertigter Optimismus im Rahmen der Bewerbung um IPO-Mandate die Wahrscheinlichkeit der Gewinnung des Mandats nicht erhöht. Dies wird darauf zurückgeführt, dass das Unternehmen vertrauensvolle Beziehungen schätzt, die durch aggressive Empfehlungen im Vorfeld des IPOs unterminiert werden. Vgl. Ljungqvist et al. (2006), „*Competing for Securities Underwriting Mandates: Banking Relationships and Analyst Recommendations*“, in: *Journal of Finance*, Vol. 61, S. 301-340.

<sup>6</sup> Vgl. Hong/Kubik (2003), „*Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts*“, in: *Journal of Finance*, Vol. 58, S. 313-351.

<sup>7</sup> Vgl. Mayew (2008), „*Evidence of Management Discrimination among Analyst during Earnings Conference Calls*“,

Beispiele für Fehlverhalten sind trotz diverser Regulierungsmaßnahmen und selbst auferlegter Verhaltensregeln vielfältig. Hinlänglich bekannt sind Fälle, bei denen Analysten Aktien in der Öffentlichkeit zum Kauf angepriesen haben, diese intern jedoch als „*piece of crap*“ bezeichneten.<sup>8</sup> Im Rahmen dieser Studie soll nun untersucht werden, ob derartige Befunde über die anekdotische Evidenz hinaus Gültigkeit behalten, wenn man ein breites Unternehmenssample über einen langen Beobachtungszeitraum zugrunde legt.

### Überhang von Kaufempfehlungen

Um der Frage nachzugehen, ob und in welchem Ausmaß Analystenmeinungen tatsächlich optimistisch gefärbt sind, wurden für den Zeitraum 2006 bis 2016 für die DAX-30 Unternehmen insgesamt 110.416 Einzelschätzungen ausgewertet. Dies entspricht etwa 920 Beobachtungen pro Monat bzw. 32 Beobachtungen pro Monat und Unternehmen.<sup>9</sup>

Abbildung 1 zeigt den relativen Anteil der ausgesprochenen Empfehlungen aggregiert für alle DAX-Unternehmen anhand einer dreistufigen Skala von Kaufen, Halten und Verkaufen.<sup>10</sup> Es fällt auf, dass der relative Anteil von Kaufempfehlungen über den Gesamtbetrachtungszeitraum den Anteil der Verkaufsempfehlungen deutlich übertrifft. Über den gesamten Zeitraum liegt der Anteil von Kaufempfehlungen bei

---

in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, No. 3, 2002, S. 483-514.

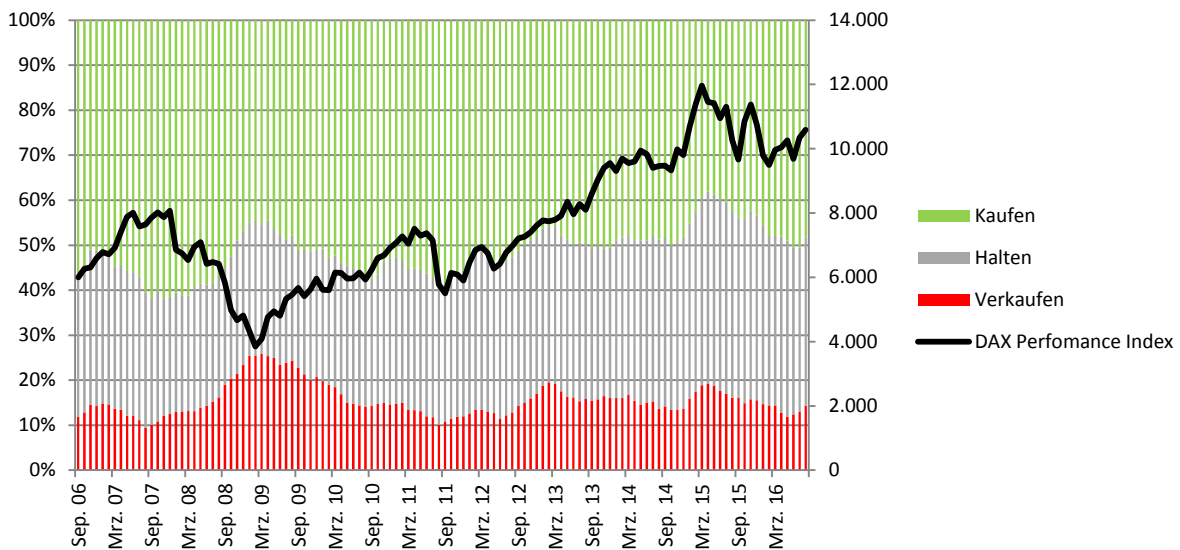
<sup>8</sup> Über dieses und ähnliche Beispiele berichtet Göres (2004), „*Interessenkonflikte von Wertpapierdienstleistern und -analysten bei der Wertpapieranalyse*“, S. 110.

<sup>9</sup> Da das Unternehmen VONOVIA SE erst seit dem Jahr 2013 börsennotiert ist, wurde es von der Untersuchung ausgeschlossen, so dass das Unternehmenssample aus 29 Unternehmen besteht.

<sup>10</sup> Aus Gründen der Übersichtlichkeit wurden Empfehlungen, die den Zusatz „strong“ tragen, unter der jeweiligen Empfehlung (Kaufen/Verkaufen) subsummiert. Vereinzelt verwenden Bankhäuser hiervon abweichende Bezeichnungen, wie bspw. „akkumulieren“, „outperform“ oder „übergewichten“ anstelle von „kaufen“.



Abbildung 1: Anteil von Analystenempfehlungen nach dreistufiger Skala und Kursverlauf DAX-Performance Index



Quelle: I/B/E/S, Thomson Reuters Datastream, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Oktober 2016.

51,4 %, während das Urteil „Verkaufen“ nur in 15,6 % der Fälle abgegeben wurde. Der Anteil neutraler „Halten“-Empfehlungen beträgt knapp ein Drittel.

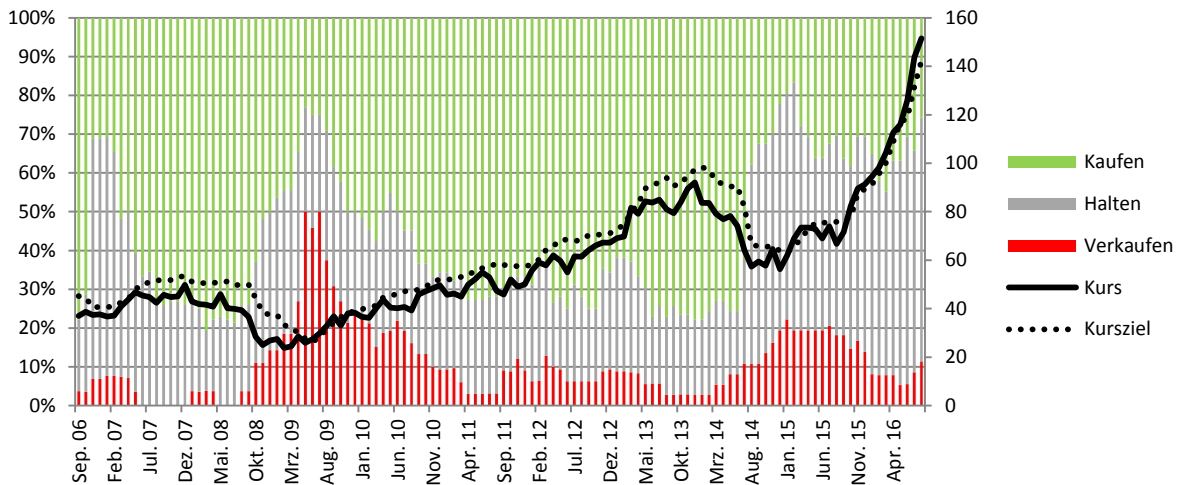
In den ersten Jahren innerhalb des zugrundeliegenden Beobachtungszeitraums zeigt sich eine deutliche Prozyklik in den abgegebenen Empfehlungen. Als die ausbrechende Finanzkrise zu Beginn des Jahres 2008 die Kurse auf Talfahrt schickte, lag der relative Anteil von Kaufempfehlungen bei ca. 60 %, während nur gut jede zehnte Empfehlung auf „Verkaufen“ lautete. Zu keinem anderen Zeitpunkt lässt sich ein derart großer Überhang positiver Einschätzungen ausmachen. Bis die Kaufempfehlungen im Zuge des Kursverfalls vermehrt zurückgenommen wurden, hatte der DAX bereits einen beträchtlichen Verlust erlitten. Im Frühjahr 2009 schließlich, als der DAX auf seinen Tiefststand von 3.666 Punkten fiel, gipfelte der relative Anteil von Verkaufsempfehlungen auf 25,9 %. Genau hier wäre in der ex-post Betrachtung jedoch wohl der optimale Einstiegszeitpunkt gewesen, was ei-

nem hohen Anteil von Kaufempfehlungen hätte entsprechen müssen. Es ist unstrittig, dass kein Investor den Markt optimal zu „timen“ vermag. Warum jedoch deutlich niedrigere Bewertungsniveaus mit einem hohen Anteil von Verkaufsempfehlungen korrelieren, lässt sich unseres Erachtens investitionstheoretisch nicht nachvollziehen. So lag das durchschnittliche Forward-KGV der DAX-Unternehmen im Frühjahr 2009 bei etwa 9, was einer impliziten Rendite von ca. 11 % entspricht. Ein wesentlich attraktiveres Bewertungsniveau als noch im Herbst 2007, als das KGV bei etwa 14 und die Rendite damit bei ca. 7 % lag.

Diese Beobachtung soll anhand der Analystenschätzungen für die Adidas AG noch einmal beispielhaft verdeutlicht werden. Abbildung 2 zeigt den relativen Anteil der Empfehlungen, das durchschnittliche Kursziel und den tatsächlichen Kursverlauf der Adidas AG Aktie im Zeitraum September 2006 bis August 2016. Als die Kurse im Zuge der Finanzkrise bereits deutlich nachgegeben hatten, verminderte sich der An-



Abbildung 2: Anteil von Analystenempfehlungen, durchschnittliches Kursziel und Aktienkurs für die Adidas AG in €



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Quelle: I/B/E/S, Thomson Reuters Datastream, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Oktober 2016.

teil von Kaufempfehlungen deutlich, während die Verkaufsempfehlungen zunahm. Als zu Beginn des zweiten Quartals eine mehrjährige Aufwärtsbewegung begann, vergrößerte sich zunächst noch der Kreis der Analysten, der die Aktie mit einem Verkaufsurteil belegte. Erst als sich die Kursentwicklung verstetigte, sankt der Anteil der Verkaufsempfehlungen wieder. Gleiches lässt sich auch zu Beginn des Jahres 2014 beobachten. Hier waren die Kurse im Zuge der Ukraine-Krise und Sorgen um das Russlandgeschäft zunächst deutlich gefallen, bevor sie kurze Zeit später zu einer Rally ansetzten. Es zeigt sich also auch hier in der ex-post Betrachtung ein positiver Zusammenhang des Anteils der Kaufempfehlungen und dem Kursniveau (sowie dem Bewertungsniveau), für den unseres Erachtens weniger die Anreizstruktur des Analysten als vielmehr die Trägheit bei der Aktualisierung der Modelle als Begründung anzuführen ist. Eine Verzögerung, die insbesondere bei plötzlich auftretenden und dynamisch verlaufenden Krisen jedoch schmerzlichem Wertverlust bedeuten kann.

Die Trägheit bei der Anpassung der Empfehlungen der Analysten zeigt sich auch im Rahmen der Adjustierung der durchschnittlichen Kursziels. So zeigt sich eine deutliche Korrelation zwischen den Kurszielen und dem vergangenen Kursniveau. Die Kursziele folgen der Aktienkursentwicklung mit ein- bis zweimonatiger Verzögerung.

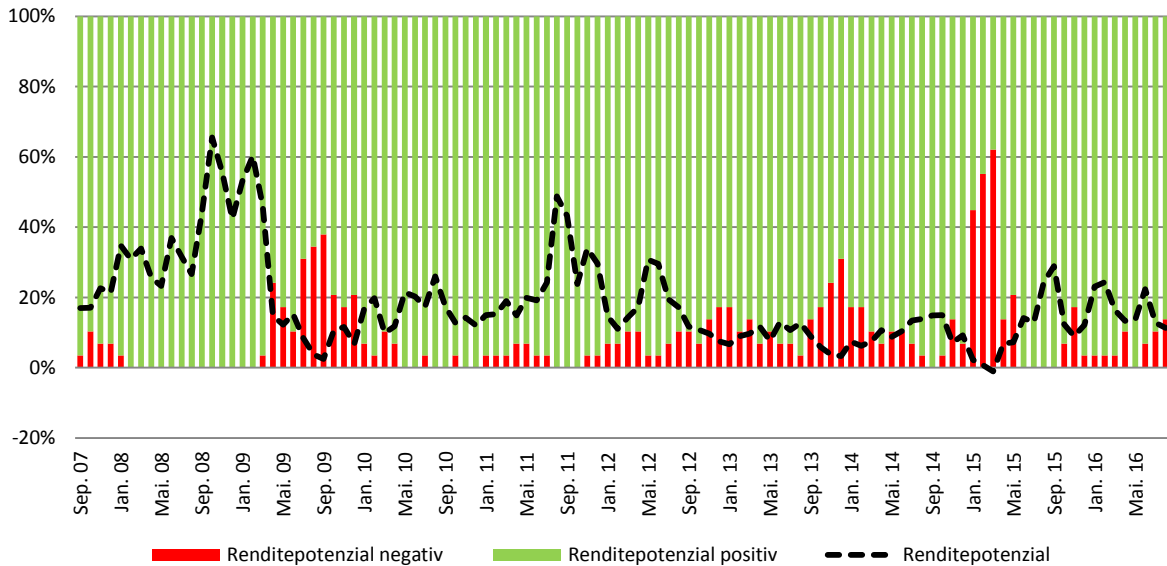
### Optimistische Renditepotenziale

Ergänzt man zu dem von den Analysten in Aussicht gestellten Kursziel die erwarteten Dividendenzahlungen, so lässt sich das Renditepotenzial einer Aktie auf 12-Monatssicht ermitteln.<sup>11</sup> Wie Abbildung 3 zeigt, ist das Renditepotenzial, das die Analysten den einzelnen DAX-Aktien in den letzten zehn Jahren einräumten, in den allermeisten Fällen (91,0 %) positiv. Nicht einmal in jedem zehnten Fall gingen Analysten davon aus, dass sich der Kurs inkl. anfallender Dividendenzahlungen negativ entwickeln wird. Diese Relation ist insoweit nicht überraschend, als dass sich vergleichbare Verhältnisse bereits bei den

<sup>11</sup> Im Einzelfall beziehen sich die Kursziele auch auf abweichende Zeiträume, bspw. sechs oder 18 Monate.



**Abbildung 3: Anteil von Unternehmen mit positivem und negativem Renditepotenzial und durchschnittliches Renditepotenzial.**



Quelle: I/B/E/S, Thomson Reuters Datastream, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Oktober 2016.

unterliegenden Empfehlungen beobachten ließen. Doch fällt der Überhang positiver Einschätzungen hier noch deutlicher aus. Nahezu über das gesamte Jahr 2008 war das von den Analysten in Aussicht gestellte Renditepotenzial für sämtliche DAX-Titel durchgehend positiv; eine vor dem Hintergrund der starken Kursverfalls denkbar ungünstige Einschätzung. Lediglich zu einem einzigen der 120 betrachteten Zeitpunkte (März 2015) ergibt sich ein leicht negatives Renditepotenzial (-1,0%), was auf die rasch angestiegenen Kurse im ersten Quartal des Jahres 2015 zurückzuführen ist. Auch hier ist der Grund jedoch eher in der Trägheit der Anpassungen zu suchen als in aufkommender Zurückhaltung in Bezug auf die Kursziele.

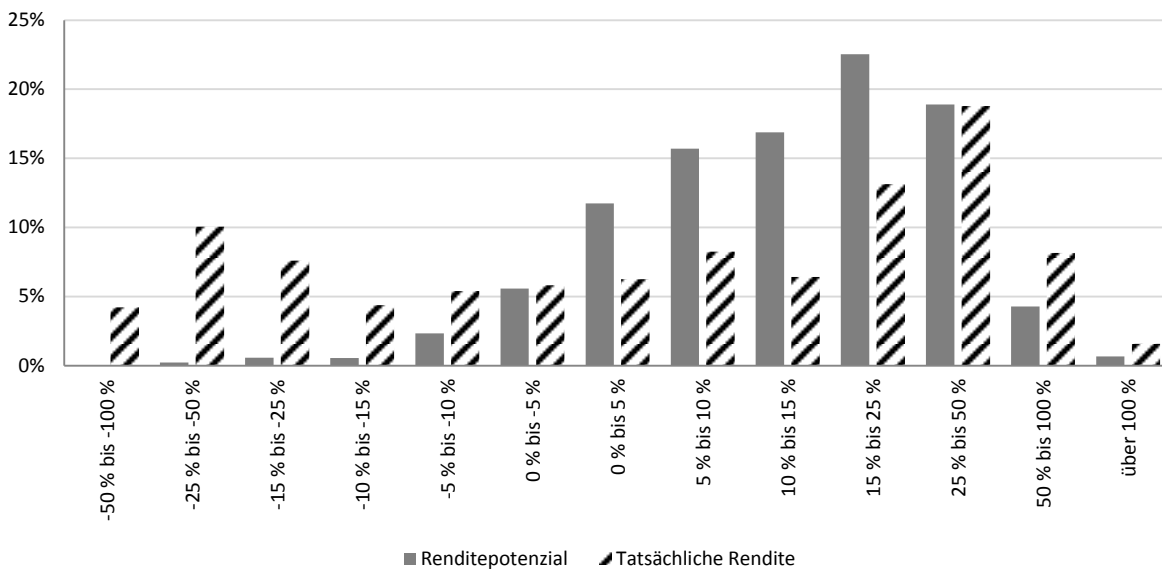
Es überrascht daher nicht, dass das geschätzte Renditepotenzial der DAX-Aktien im Durchschnitt nicht mit der tatsächlich feststellbaren Rendite korreliert. Der Korrelationskoeffizient der beiden Zeitreihen liegt im Durchschnitt bei

gerade einmal 0,07. Der fehlende Zusammenhang verdeutlicht, dass Anleger die zumeist prominent kommunizierten Kursziele nicht für bare Münzen nehmen sollten, um daraus auf die künftige Kursentwicklung zu schließen. Allein die Nennung eines zeitlichen Horizonts, bis zu dem sich der Kurs an den „fairen“ Wert angleichen soll, und die implizite Annahme konstanter Umweltbedingungen, spricht derartigen Prognosen die Seriosität ab.

Abbildung 4 verdeutlicht die optimistische Färbung von Analystenprognosen. Die Verteilung der gruppierten potenziellen Renditen (graue Balken) ist deutlich linksschief, mit einem beträchtlichen Anteil der Schätzungen im Bereich von Renditen zwischen 15 % und 25 %. Demgegenüber streuen die tatsächlichen Renditen (schraffierte Balken) stark, auch wenn ein wesentlicher Teil der Beobachtungen ebenso im positiven Bereich liegt. Während die durchschnittliche Rendite der DAX-Aktien (inkl. Divi-



Abbildung 4: Gruppiertes Renditepotenzial



Quelle: I/B/E/S, Thomson Reuters Datastream, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Oktober 2016.

denden) im Untersuchungszeitraum bei 11,0 % lag, waren die Analysten mit einer durchschnittlichen Renditeprognose von 17,7 % viel zu optimistisch.

### Überrendite durch Analystenempfehlungen?

Um zu untersuchen, ob es dennoch lohnenswert war, den Empfehlungen der Analysten zu folgen, soll eine Gegenüberstellung von Portfolios, die auf verschiedenen Anlagestrategien basieren, erfolgen. So stellen wir ein Portfolio, das auf Grundlage der Analystenempfehlungen gewichtet wird (Analystenportfolio), dem DAX Performance Index (DAX Portfolio) und einem Portfolio, bei dem alle Unternehmen über den gesamten Beobachtungszeitraum konstant gleichgewichtet sind (Constant-mix Portfolio), gegenüber.

Beim DAX Performance Index handelt es sich im Prinzip um ein Buy-and-Hold Portfolio, in dem die Anzahl der einzelnen Aktien in Vierteljahresabständen nach festen Regeln angepasst wird. Erfüllt eine Aktie bestimmte Voraussetzungen nicht mehr (z.B. Marktkapitalisierung des Unternehmens, Free-float im Markt), wird die Gewichtung verringert oder sie wird aus dem Index genommen und durch eine andere ersetzt. Das Analystenportfolio enthält dagegen eine feste Anzahl von DAX-Werten, die am Ende der Beobachtungsperiode im Index enthalten waren. Die Anfangsgewichte werden entsprechend der im September 2006 gegebenen Analystenempfehlungen gesetzt und im Verlauf der Zeit gemäß den Empfehlungen verändert. Das dritte Portfolio enthält dieselben Aktien wie das Analystenportfolio. Die Wertanteile der einzelnen Aktien werden hierbei jedoch durch monatliche Umschichtungen konstant gehalten (Constant-mix Portfolio).



Abbildung 5: Relative Entwicklung der Portfolios



Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.

Quelle: I/B/E/S, Thomson Reuters Datastream, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Oktober 2016.

Der Vergleich zeigt, dass sowohl das Analystenportfolio als auch das Constant-mix Portfolio besser abschneiden als das DAX Portfolio (Abbildung 5). Während das Analystenportfolio auf eine jährliche Rendite von 8,7 % und das Constant-mix Portfolio auf 8,5 % kommt, erbringt das DAX Portfolio nur 5,9 % p.a. Im DAX Portfolio werden aufgrund der Gewichtungsanpassungen und Auswahl der Aktien schwache Werte lange mitgenommen, bevor ihr Gewicht entweder unbedeutend ist oder sie aus dem Index verschwunden sind. Dies erklärt das schlechtere Abschneiden des DAX Portfolios im Vergleich zu den beiden anderen Portfolios, in denen die am Ende der Beobachtungsperiode verbliebenen DAX Werte enthalten sind. Vergleicht man die Rendite des Analystenportfolios mit der des Constant-mix Portfolios, so zeigt

sich, dass von einer gegenüber einer naiven Gleichgewichtung überlegenen Aktienselektion anscheinend nicht die Rede sein kann. Eine signifikante Überrendite lässt sich nicht ausmachen. Immerhin scheint sich durch das „Hinterherhinken“ keine systematisch schwächere Performance zu ergeben. Berücksichtigt man die Kosten der Anlageempfehlungen durch die Analysten, so dürfte sich das Ergebnis zu ihren Ungunsten deutlich ändern.

### Fazit

Ebenso wie der mündige Endkunde den in der Werbung angepriesenen Eigenschaften eines Produkts mit einer gewissen Skepsis begegnet, so sollte auch der Leser von Analystenstudien den dort ausgesprochenen Empfehlungen nicht





uneingeschränkt Glauben schenken. Unzweifelhaft vermag es kein noch so talentierter Investor, Kauf- und Verkaufszeitpunkte bei einzelnen Titeln optimal zu treffen. Das hier festgestellte Ausmaß an Prozyklik liefert jedoch Hinweise darauf, dass Analysten sich bei der Abgabe der Kursziele recht eng an den jeweiligen Kursen orientieren und bei der Revision vorheriger Urteile sehr träge sind. Doch ist es auch gar nicht das Ziel der Sell-Side, punktgenaue Prognosen über die künftige Kursentwicklung von Aktien zu erstellen. Der deutliche Überhang optimistischer Prognosen unabhängig der gesamtwirtschaftlichen Lage lässt vermuten, dass das Sell-Side Research wohl auch von anderen Interessen gelenkt ist, die einer objektiven Beurteilung

von Unternehmen im Wege stehen. Leser von Analystenberichten sollten sich bei der Lektüre bewusst sein, dass die jeweiligen Verfasser in ein komplexes Geflecht unterschiedlicher Interessen eingebettet sind und mittels ihrer Empfehlungen indirekt Umsätze generieren. Die aufgezeigten Fehlanreize, die das institutionelle Setup impliziert und die dargestellten empirischen Befunde verdeutlichen die Unabdingbarkeit einer eignen kritischen Analyse. Denn die langfristige Vorteilhaftigkeit eines Aktienengagements definiert sich nicht über arbiträre Kursziele, sondern manifestiert sich in der Rentabilität und der Robustheit der unterliegenden Geschäftsmodelle.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2016 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Dr. Kai Lehmann; *Redaktionsschluss* 28. Oktober 2016