

# Die mit den Bullen tanzen

BILANZ präsentiert zum ersten Mal die besten Analysten für Schweizer Aktien und die treffsichersten Research-Häuser. 446 Analysten, 3000 Aktienempfehlungen und 43 Institute wurden unter die Lupe genommen.

Von Carmen Gasser

**Z**um ersten Mal erstellte BILANZ gemeinsam mit der ISFA (siehe «Die Analyse der Analysen» auf Seite 114) ein Rating über die besten Analysten der Schweiz. Unser Anliegen war es, diejenigen herauszufiltern, die auf Grund ihrer Sachkenntnis, ihres Engagements und ihrer Courage den höchsten Mehrwert für Investoren erzielten.

Prüfkriterium des Ratings war nicht etwa, ob der Analyst das Gewinnwachstum des Unternehmens bis auf die zweite Stelle hinter dem Komma richtig geschätzt hatte. Ebenso wenig ging es darum, wer die heissesten Tipps unter das Publikum streute. Vielmehr interessierten jene Analysten, die Aktien in jeder Kurslage mit Kauf-, Halten- oder Verkaufsempfehlungen richtig eingeschätzt hatten.

Viel wurde in den letzten Jahren über die Analystengilde geschrieben: Noch selten wurde ein Berufszweig derart hochgehlobt und so schnell wieder fallen gelassen. Die Stars des Börsenparketts, die immer strahlenden Geldvermehrter mit dem richtigen Riecher, mutierten innerhalb weniger Jahre zu Buhmännern der Nation.

Geschönte Aktienanalysen, willkürliche Aktienzuteilungen und fragwürdige Bonussysteme wurden durch das Platzen der Technoblase entlarvt. Man erinnert sich: Henry Blodget, Ex-Merrill-Lynch-Guru, musste wegen aufgepeppter Studien vier Millionen Dollar bezahlen und darf nie mehr in der US-

## Die Rating-Kategorien A und B Absolut und relativ

**I**m Zuge des BILANZ-Ratings wurden sämtliche Empfehlungen der Research-Abteilung einer Bank untersucht. Auf Grund der Ratings des letzten Jahres berechnete BILANZ die individuelle Performance jedes einzelnen Analysten. Da Empfehlungen auf zwei verschiedene Arten ausgesprochen werden können, unterteilen wir in zwei Kategorien:

A für absolute Empfehlungen, B für relative. Relative Empfehlungen heben die besten Aktien einer speziellen Branche hervor, absolute Ratings zeigen jene Titel, die sich generell am besten entwickeln sollen. Die Performance eines Analysten mit relativen Empfehlungen zeigt somit auf, um wie viel der einzelne Analyst besser war als der Sektorindex.



BILANZ-Trophy für die besten Analysten der Schweiz.



### Zur Person

**Outperformance 2003:** 28 Prozent\*  
**Analysierte Aktien:** Adecco, Kudelski, Logitech, Micronas, SGS, Swisslog, Temenos, Unaxis

**Tipps für das 2. Halbjahr 2004:**  
 Logitech, Temenos

**Ausbildung:**

- kaufmännische Lehre beim Sanitärproduktehersteller Geberit
- 2 Jahre Netzwerkingenieur Geberit, Paris
- 1 Jahr IT-Leitung Geberit, Chicago
- 4 Jahre IT-Spezialist Hewlett-Packard
- Studium an der ZHW Winterthur zum Betriebsökonom FH
- 3 Jahre Analyst Kepler Equities

**Persönlich:** 30 Jahre alt, verheiratet;  
 Hobbys: Reisen, Tennis, Tanzen

Der schmale Bericht zeigt unter anderem ein Balkendiagramm, welches das Aktienrückkaufprogramm des Technologieunternehmens Logitech darstellt. Nichts Sensationelles – bis Steiner auf den Mai 2003 zeigt. Dort bricht die Kurve ein, und man erkennt, dass im Vergleich mit den Monaten zuvor die Aktienrückkäufe massiv gedrosselt wurden, kurz vor jener Pressekonferenz, an der Logitech mit schlechten Nachrichten aufwartete und der Aktienkurs innerhalb eines Tages um 33 Prozent einbrach. Zufall? Absicht? «Auf jeden Fall ein Zeichen für mich, zur Vorsicht zu mahnen», erklärt Steiner. Ebenso konträr zum Markt agierte der Vielflieger, als er das Softwareunternehmen Temenos positiv bewertete, lange vor allen andern als Erster. Ein Kursplus von rund 163 Prozent vom Zeitpunkt seiner Kaufempfehlung an gab ihm Recht. «Man muss einfach permanent in Kontakt mit den Unternehmen sein, viele Messen besuchen und mit Konkurrenten und Käufern sprechen», so Steiner.

So steckten die Aufsichtsbehörde und die Berufsvereinigung Schweizer Analysten ihre rund 1400 Mitglieder in ein engeres Vorschriftenkorsett von Landesregeln, Insiderhandelsverboten und Ethikgrundsätzen. Man will noch weiter gehen. Fritz Rau, Mitglied der EU Forum Group zur Ausarbeitung von Regeln für

\* Für jeden Analysten wurde anhand seiner von ihm betreuten Titel ein eigener Index gebildet. Roger Steiner zum Beispiel schlug seinen eigenen Index um 28 Prozent.

## 1. Platz Kategorie A

### Roger Steiner Kepler Equities

Sein Erfolgsrezept: immer etwas mehr wissen, als Investoren ohnehin schon wissen.

**H**ektisches Treiben und eine adrenalingeschwängerte Atmosphäre schwappen einem entgegen beim Betreten der ehemaligen Brokerabteilung der Bank Julius Bär, heute Kepler Equities. Hinter einer Trennwand vom Grossraumbüro abgeschirmt, sitzt Roger Steiner in einer nicht mehr als zwei auf zwei Meter kleinen Ecke, hat den Kopf über auf und erklärt einem Investor gestikulierend die neueste Entwicklung

im Fall Adecco. Auch im Besprechungszimmer steht der 30-Jährige ganz unter Strom und referiert ohne Punkt und Komma. «Der Mehrwert für einen Investor heutzutage besteht nicht darin, dass ich die Quartalszahlen des Unternehmens kommentiere, die er eh schon kennt», so Steiner. «Sondern, dass ich Dinge sehe, die er nicht sieht.» Um seine Aussage zu belegen, hechtet er aus dem Stuhl und holt eine Studie.

Wertschriftenbranche tätig sein. Oder Frank Quattrone, einst bei Credit Suisse First Boston tätig: Er wurde wegen Behinderung der Justiz und Zeugenbeeinflussung jüngst zu einer Gefängnisstrafe verurteilt. Im gleichen Atemzug lässt sich auch Jack Grubman nennen, Ex-Telekomanalyst bei Salomon Smith Barney, der wegen Verstosses gegen das Wertschriftengesetz 15 Millionen Dollar bezahlen musste und zudem Berufsverbot erhielt.

Doch auf jeden Skandal folgt auch das grosse Saubermachen. Dafür sorgt schon der bissige Staatsanwalt Eliot Spitzer. Zum einen wurden da erstmals die mächtigen Wall-Street-Banken zur Kasse gebeten. Zehn Institute, darunter die UBS und Credit Suisse First Boston, berappten eine Vergleichszahlung in der Höhe von 1,4 Milliarden Dollar. Ebenso schickte man sich diesseits und jenseits des Ozeans an, die Vorschriften für Analysten zu verschärfen.



## 1. Platz Kategorie B Stefan Gächter Zürcher Kantonalbank

Lieber verpasst er mal ein paar Performance-Prozentpunkte, als dass er zu hohe Risiken eingehen würde.

**W**ollen Sie wirklich zu mir?», fragt der Sieger der BILANZ-Analysten-Trophy leicht ungläubig am Telefon. «Ich stehe nicht gerne in der Öffentlichkeit.» Drei Tage später sitzt der ZKB-Analyst dann doch «zum Tribunal» bereit. Ohne es jedoch zu unterlassen, wie ein Anwalt sämtliche Disclaimer und Risiken hervorzuheben, die es im Zusammenhang mit dem Kauf von Halbleiteraktien so gibt.

«Halbleitertitel sind sehr konjunktursensitiv», so Gächter. «Wenn es so einfach wäre, deren Kursentwicklungen zu prognostizieren, gäbe es keine derartigen Schwankungen.» Sagt es und zerknittert wie zur Untermauerung seines Statements das Papier in seiner Hand. Im Laufe des Gesprächs, bei dem er noch rund ein Dutzend Mal darauf hinweist, dass er nicht gerne öffentlich auftritt, lässt sich sein Research-Credo schnell

Finanzanalysten in Europa, lässt durchblicken, dass weitere Vorschriften geplant sind. Unter anderem Analysestandards, die künftig Pflichtbestandteile jedes Research-Berichts sein sollen, wie beispielsweise Stärken-Schwächen-Modelle, die Angabe der verwendeten Zinssätze und Ähnliches. «Es darf nicht passieren, dass Analysten einfach neue Modelle kreieren, die nicht nachvollziehbar sind und daher nichts taugen wie damals zu New-Economy-Zeiten», so Rau.

Vor einem Jahr fand Nationalbank-Direktor Philipp Hildebrand, zu jener Zeit noch in der Funktion des General-

### Mehr denn je wird heute von Analysten die Courage erwartet, konträr zu denken und zu handeln.

direktors der Union Bancaire Privée in Genf, scharfe Worte für seine Kollegen: «Wenn die Analysten keinen Mehrwert

### Zur Person

**Outperformance 2003:** 18 Prozent  
**Analysierte Aktien 2003:** Esec, Komax, Micronas, Schaffner, SEZ, Unaxis

**Tipps für das 2. Halbjahr 2004:** Zurückhaltung bei Halbleitertiteln

#### Ausbildung:

- Banklehre bei der ZKB
- Betriebsökonomiestudium an der HWV Zürich
- 5 Jahre interne Revision ZKB
- 1 Jahr Händler ZKB
- 5 Jahre Analyst ZKB

**Persönlich:** 34 Jahre alt, ledig, Tochter von 3 Jahren; Hobbys: Familie, nebenberufliche Ausbildung zum CFA

**lüften: zum einen kein hohes Risiko eingehen, um dafür höheres Kurspotenzial zu haben, und zum anderen nicht bei Preisverleihungen mitmachen, weil dies Omen für den schnellen Abstieg sein könnte.**

Während er die zweite dieser Prämissen ja bereits gebrochen hat, ist er der ersten treu geblieben – denn es ist just der Risikoaversion zuzuschreiben, dass er trotz sehr gutem Performanceausweis von 18 Prozent einige Prozentpunkte verschenkt hat. Gächter verpasste es 2003, den Titel des Maschinenbauers Komax, dessen Kurs sich letztes Jahr verdoppelte, rechtzeitig auf Kaufen zu setzen. «Die Zielsetzung des Managements erschien mir lange zu ambitiös», gibt sich der Familienvater im Nachhinein gescheiter. Goldrichtig hingegen lag der 34-Jährige bei den Technologietiteln Micronas, SEZ und Esec. Wie um seine Befürchtungen bestätigt zu sehen, weist Gächter am Ende des Gesprächs noch auf eine Entwicklung hin: «Wissen Sie eigentlich, dass die Kurse meiner Titel gefallen sind, seit Sie mir gesagt haben, dass ich unter den Preisträgern bin?»

schaffen, sind sie letztlich nutzlos. Die Analystenbranche wird sich künftig radikal auf die Suche nach echten Talenten fokussieren müssen.» Hildebrand trat damals als Redner an der Präsentation des neuen ISFA-Tools auf. Dieses ermöglicht es erstmals, Analysten zu bewerten. Hildebrand hatte das System in der Testphase verwendet und seinen Kollegen ans Herz gelegt. Auch BILANZ hat mit Hilfe dieses Verfahrens das Analysten-Rating durchgeführt.



**Zur Person**

**Outperformance 2003:** 20,9 Prozent  
 Analysierte Aktien: Actelion, Bachem, Novartis, Roche, Serono

**Tipps für das 2. Halbjahr 2004:**  
 Actelion, Roche

**Ausbildung:**

- Chemiestudium an der Uni von Minnesota und der Johns Hopkins University
- 3 Jahre Wissenschaftlerin für BASF, New York
- 6,5 Jahre Wissenschaftlerin für Roche, New Jersey und Dübendorf
- MBA-Studium an der Duke University
- 2 Jahre Analystin Bank Sarasin
- 2 Jahre Analystin Kepler Equities

**Persönlich:** verheiratet; Hobbys: Reisen, Lesen.

**Für den einen oder anderen Adrenalin-schub im Job dürften die letzten vier Börsenjahre gesorgt haben. Während dieser Zeit fiel die Amerikanerin immer wieder damit auf, dass sie Empfehlungen aussprach, die konträr zum Markt standen. Etwa, als sie den Pharmatitel Roche Anfang März 2003 auf Kaufen setzte – just zu einem Zeitpunkt, als niemand an Aktienkäufe dachte, stand doch der Irakkrieg vor der Tür. Oder als sie frühzeitig vom Potenzial der Biotech-Firma Actelion überzeugt war und diese auf Kaufen setzte.**

**Sie bekam Recht, schrieb das Unternehmen doch jüngst zum ersten Mal schwarze Zahlen, und die Kurse stiegen im letzten Jahr um 128 Prozent. «Durch meine frühere Arbeit als Wissenschaftlerin war es mir möglich, sehr rasch das Potenzial von Actelion zu erkennen», sagt Denise Anderson, und Gestik wie Mimik erinnern dabei ganz an eine Universitätsprofessorin. «Ausserdem interessieren sich die wenigsten für die Pipeline dieser Firma.»**

**2. Platz Kategorie A**

**Denise Anderson Kepler Equities**

Sie spricht immer wieder Empfehlungen aus, die konträr zum Markt stehen – und bekommt oft Recht.

**D**enise Anderson wirkt ruhig und überlegt. Die Kaffeetasse fest im Griff, sitzt sie fast ein wenig verloren am riesigen Konferenztisch und spricht amerikanisches Englisch ohne jene Überschwänglichkeit, die häufig bei Amerikanern und auch Analysten anzutreffen ist. Was daran liegen mag, dass Anderson wie viele ihrer Kollegen bei Kepler Quereinsteigerin ist. Vor dem Wechsel war sie Wissenschaftlerin bei

BASF und Roche. Ihr Aufgabengebiet: aus verschiedenen Wirkstoffen jene herauszufiltern, die sich am ehesten zur Weitererforschung zu eignen scheinen. «Ich muss gestehen, dass meine Arbeit als Wissenschaftlerin auf Dauer zu programmierbar war und ich eine neue Herausforderung suchte», erzählt Anderson und beteuert, dass sie zufällig durch ein Zeitungsinserat bei der Bank Sarasin und schliesslich bei Kepler gelandet ist.

Tatsächlich ging man in den letzten zwei Jahren entschlossen daran, in Analystenabteilungen auszumisten. «Viele junge, unbedarfte Analysten wurden im Laufe der letzten zwei Jahre weggespült», konstatiert Stephan Meier, Präsident des Schweizer Analystenverbands (SFAA). Die Bank Vontobel beschäftigt heute 40 Prozent weniger Analysten als noch vor zwei Jahren. Die Technologieabteilung wurde gleich ganz umgekrempelt. Rund 30 Prozent der Kapazität wurden auch

bei der Bank Sarasin heruntergefahren. Und gar ein ganzes Team von zwölf Leuten setzte man bei der Privatbank HSBC Guyerzeller ersatzlos auf die Strasse.

Andere wiederum zogen es vor, definitiv den Schlussstrich zu ziehen, und verkauften die gesamte Abteilung. Während Brokerage-Abteilungen zu New-Economy-Zeiten noch satte Gewinne brachten, führen diese in den letzten zwei Jahren auf einmal auch Miese ein. So hat die Bank Julius Bär per 1. Januar 2004

ihre Brokerage-Abteilung verselbstständigt. Sie nennt sich heute Kepler Equities und wurde von einem amerikanischen Private-Equity-Unternehmen aufgekauft. Alles in allem scheint die Selbstständigkeit den Kepler-Leuten gut zu bekommen: Mit Roger Steiner und Denise Anderson befinden gleich zwei ihrer Analysten unter den Preisträgern der BILANZ-Trophy.

Auch die Bank Pictet kündigte an, noch diesen Herbst über ein Manage-

Foto: Gee Ly



### Zur Person

**Outperformance 2003:** 14,1 Prozent  
**Analysierte Aktien 2003:** Centerpulse, Disetronic, Jomed, Nobel Biocare, Phonak, Straumann, Synthes-Stratec, Tecan  
**Tipps für das 2. Halbjahr 2004:** Straumann, Phonak

**Ausbildung:**

- Betriebsökonomiestudium an der Hochschule St. Gallen,
- CFA-Ausbildung
- 9 Jahre Analyst Credit Suisse First Boston

**Persönlich:** 36 Jahre alt, verheiratet, zwei Kinder von 7 und 4 Jahren; Hobbys: Familie, Sport

«Langjährige Erfahrung ist das Wichtigste in diesem Metier», so Gretler, der jüngst in der tonangebenden Fachzeitschrift «Institutional Investor» als bester Analyst des Jahres 2003 in seinem Sektor ausgezeichnet wurde. «Manche Dinge sieht man erst, wenn man lange genug dabei ist», hebt er hervor und zieht gleich ein Beispiel aus der Schublade. «Das Medtech-Unternehmen Synthes-Stratec erzielte im zweiten Halbjahr 2003 viel niedrigere Margen als prognostiziert, worauf der Kurs einbrach. Viele Analysten übersahen jedoch, dass das Unternehmen enorm viel Geld in Wachstum investiert hatte – und so erholte sich der Kurs sehr schnell.

Genau das Gleiche hat sich bereits früher einmal abgespielt, aber daran kann sich eben nur erinnern, wer schon dabei war», so der 36-Jährige. Ebenfalls gute Gewinne für seine Investoren konnte der zweifache Familienvater letztes Jahr mit den Empfehlungen für Centerpulse, Straumann und Synthes-Stratec verzeichnen. Und sogar sein Einzelkämpferschicksal scheint demnächst zu Ende zu gehen: Er bekommt zwei neue Kollegen. Die CSFB baut auf – wieder einmal.

## 2. Platz Kategorie B

### Christoph Gretler Credit Suisse First Boston

Eine langjährige Erfahrung sei das Wichtigste in seinem Metier – und genaues Beobachten.

**M**an wähnt sich unwillkürlich an den «letzten Samurai» erinnert, wenn Christoph Gretler als Letzter eines ehemals zwölfköpfigen Teams in seinem Büro das Telefon abnimmt. Sukzessive ist das Schweizer Analystenteam der Credit Suisse First Boston über die letzten drei Jahre reduziert und die Arbeit teilweise nach London verlagert worden. Nur Gretler überstand die Umstrukturierungen und

ist nach neun Jahren Analysetätigkeit für die gleiche Bank schon fast als Urgestein zu bezeichnen. Gute Kontakte zu Investoren und Unternehmen sowie die Strategie, mehr und mehr Aktien abzudecken, haben wohl mitgeholfen. Diese Strategie war auch notwendig, fielen doch 2003 insgesamt drei Unternehmen (Jomed, Disetronic und Centerpulse) durch Dekotierung aus seinem Researchbereich.

ment-Buyout ihr 49-Mann-Team auszugliedern. Aufmerksamen Beobachtern wird indes auch aufgefallen sein, dass das Institut seit geraumer Zeit keine Namen seiner Analysten mehr veröffentlicht – ausser auf Anfrage. Empfehlungen werden somit nur mehr unter dem Titel «Team-Approach» abgegeben. Zu den Gründen erklärte Pressesprecher Simon Roth: «Wir wollen keinen Starkult aufkommen lassen. Ausserdem werden so unsere besten

Analysten für die Konkurrenz nicht transparent.»

Betrachtet man die Analystenbranche im Rückblick auf die letzten zwei Jahre, so hat sich vieles verbessert. Manche Unsitte hat jedoch überlebt: so etwa die weit verbreitete Krankheit vieler Analysten, sich mit einer eigenen Meinung nicht zu sehr aus dem Fenster zu lehnen. Wie die Auswertung des BILANZ-Ratings gezeigt hat, schwimmen noch immer viele Spezialisten auf der Welle des Grundkon-

senses mit, weil dieser am einfachsten zu vertreten ist.

Allerdings sieht man auch immer wieder Querdenker wie etwa den Kepler-Analysten Roger Steiner. Der 30-Jährige bewertet unter anderem das Personalvermittlungsbüro Adecco, dessen Kurs seit einiger Zeit argen Turbulenzen ausgesetzt ist. Steiner liess den Titel auf Kaufen, während die Mehrheit der Analysten Adecco herunterstufte. «Ich war überzeugt, dass Kurse um die



### Zur Person

**Outperformance 2003:** 19,5 Prozent  
**Analysierte Titel 2003:** Esec, Kudelski, Logitech, Micronas, Phoenix, SEZ, Swisscom, Unaxis

**Tipps für das 2. Halbjahr 2004:**  
 Micronas

**Ausbildung:**

- Studium am MIT Massachusetts zum Chemieingenieur
- 7 Jahre Analyst UBS Investment Bank

**Persönlich:** 30 Jahre alt, verheiratet;  
 Hobbys: Rugby, Tauchen, Squash

spektiven, Entwicklungen und Risiken», so Kissenpfennig. «Sollte eine asiatische Firma Probleme mit der Produktion von Festplatten haben, erfahre ich das aus erster Hand, denn diese Entwicklung kann unter Umständen sehr schnell Einfluss auf die Geschäftsaktivitäten meiner Unternehmen haben.»

Unter «seinen» Firmen versteht Kissenpfennig Technologieunternehmen, die er bereits als 22-Jähriger nach seinem Abschluss als Chemieingenieur zu analysieren begann. Den grossen Coup landete er letztes Jahr mit seinen Kaufempfehlungen für SEZ, Micronas und Kudelski, auch wenn er bei Kudelski eine 180-Grad-Wende vollzog und den Titel innerhalb eines Monats von Verkäufen auf Kaufen setzte – gerade rechtzeitig, um die Verdoppelung des Kurses mitzumachen. Daneben lag er im Fall von Logitech, stufte er doch das Unternehmen nach dem Kurseinbruch im Sommer 2003 nicht wieder hoch. Nach haargenau den vereinbarten 45 Minuten ist das Gespräch beendet. Kissenpfennig gibt auf die Schnelle einen überaus festen Händedruck und liefert auch gleich die Erklärung dafür: Das komme vom Rugby, dreimal die Woche. Und erst noch in der Schweizer Nationalmannschaft. Kein Wunder, dass er nie erreichbar ist.

### 3. Platz Kategorie A

## Yves Kissenpfennig UBS Investment Bank

Er setzt auf seine Kontakte mit seinen Kollegen aus aller Welt – und auf ständige Weiterbildung.

**S**ie wollen mit Yves Kissenpfennig sprechen?», fragt die Pressesprecherin der UBS ungläubig. «Er ist kaum zu erreichen, denn er ist so gut wie immer besetzt.» Etliche Terminvorschläge später erklärt der hühnenhafte 30-Jährige höchstpersönlich, was ihn so unerreichbar macht: morgendliche Telefonate mit Asien und London, das Instruieren der Händler, regelmässige Besuche von internationalen Seminaren

und Kongressen sowie eine Vielzahl von internen Sitzungen. Zu viele, wie er beteuert. Gerade hat er ein hausinternes Fortbildungsseminar beendet, weshalb er unvermittelt in Jeans und schwarzem Pulli aufkreuzt. Aus seinem Erfolgsrezept macht er kein Hehl: Kooperation mit seinen Kollegen weltweit.

«Sechs- bis achtmal am Tag diskutiere ich mit UBS-Analysten aus verschiedenen Kontinenten über globale Per-

50 Franken nicht gerechtfertigt waren. Allerdings wäre ich bei meinen Kunden sicherlich auf Verständnis gestossen, wenn ich Adecco auf Halten herabgestuft hätte mit der Erklärung, dass zu wenig Informationen über das Unternehmen vorhanden seien. Das wäre reiner Selbstschutz gewesen», so Steiner. «Unsere Kunden hätten nichts davon gehabt.»

Mehr denn je wird heute von Analysten seitens der institutionellen Investo-

ren die Courage erwartet, konträr zu denken und zu handeln. Auch mit dem Risiko, dass die Empfehlung einmal danebenliegt. Wie im Fall des ZKB-Analysten Stefan Gächter. Er stufte vor vier Jahren das Technologieunternehmen Logitech auf Verkaufen, was sich im Nachhinein als kapitaler Fehlentscheid herausstellte.

Selten ortet man jedoch tatsächlich Verkaufsempfehlungen. Die Auswertung der BILANZ beweist einmal, dass

die meisten Institute den Grossteil der Unternehmen im letzten Jahr auf Halten stufen, während so gut wie kein Titel zum Verkauf empfohlen wurde. Zugegeben, die Börsen befanden sich letztes Jahr steil im Aufwärtstrend, dennoch ist die Strategie durchschaubar. In scharfem Kontrast dazu sprachen jene Institute, die im BILANZ-Rating die vorderen Plätze belegen, überdurchschnittlich viele Verkaufsempfehlungen aus. Williams de Broe etwa setzte 10 Prozent der Titel



**Zur Person**

**Outperformance 2003:** 8,2 Prozent  
**Analysierte Aktien 2003:** ABB, Adecco, Affichage, Bon appétit, Jelmoli, Loeb, Pargesa, PubliGroupe, SGS, Tamedia, Valora, Charles Vögele, Edipresse

**Tipps für das 2. Halbjahr 2004:** PubliGroupe, Edipresse

**Ausbildung:**  
 – Betriebsökonomiestudium an der Uni Zürich  
 – 2 Jahre Analyst Bank Sarasin  
 – 4 Jahre Analyst Bank Vontobel

**Persönlich:** 31 Jahre alt, ledig; Hobbys: Golf, Skifahren, Tennis, Squash

**kein grösseres Problem für mich, weil ich die Rückendeckung meines Chefs hatte.»**

Die nächste Station bei der Bank Vontobel brachte ebenfalls wenig Entspannung, wurde doch die 15-köpfige Technologiesparte sukzessive aufgelöst. Burger wechselte rechtzeitig in eine andere Abteilung und nimmt heute Dienstleistungs-, Detailhandels- und Medientitel unter die Lupe. Vor allem was Medientitel angeht, war er letztes Jahr mit drei von vier Empfehlungen gut im Rennen.

Trotz seiner jugendlichen Dynamik gehört er allerdings nicht zu den aktivsten Ratingwechslern und damit eher zur Spezies der Fundamentalisten als zu den Tradern. So nutzte er die Volatilität von Adecco in diesem Frühjahr nicht für eine Kaufempfehlung, sondern stufte den Titel auf Neutral ein. «Adecco zu empfehlen, wäre eine Wette, die ich mangels Informationen über die Firma nicht eingehen will», wehrt sich der 31-Jährige. «Man kann das langweilig nennen. Oder auch als das, wie ich es bezeichne: als das Beibehalten einer gewissen Kontinuität.»

**3. Platz Kategorie B**

**Chris Burger** Vontobel

Er gehört eher zu den Fundamentalisten als zu den Tradern – und war mit Medientiteln gut im Rennen.

**A**drett, dynamisch und in besten Zwirn gehüllt, erscheint Chris Burger zum Gespräch. Die Bräune zeugt noch vom letzten Skiwochenende in Zermatt. Obwohl er als ehemaliger Techno-Analyst im Epizentrum von Aufstieg und Niedergang des Technologiebooms sass, gibt es in seinem Gesicht kein Fältchen – nichts weist auf die Unbilden der vergangenen Zeit hin. Für Aufmerksamkeit sorgte damals seine

Entscheidung bei der Bank Sarasin, das Softwareunternehmen Compleat-e fünf Monate nach dessen Börsengang zum Verkauf zu empfehlen.

Eine beherzte Tat. Besonders vor dem Hintergrund, dass ausgerechnet sein damaliger Arbeitgeber Sarasin am Börsengang dieser Firma beteiligt war. Auf die Frage, inwieweit er deshalb in Konflikt mit seinem Brötchengeber geraten sei, antwortet Burger: «Es war

auf Verkaufen, HSBC 9 und das Bankhaus Metzler sogar 26 Prozent.

Chris Burger, Analyst bei Vontobel und Drittplatzierter des BILANZ-Ratings, weist auf eine schon fast in Vergessenheit geratene Usanz hin: «Es lohnt sich für Investoren, Research-Berichte zu lesen, denn Empfehlungen allein sagen oft zu wenig aus. Institutionelle Investoren sind sich dessen bewusst und studieren die Berichte, Privatanleger hingegen stürzen sich nur auf Ratings.»

Doch welcher Anleger hat schon gross Lust, kiloweise Research-Material durchzuackern? Auch wenn immer wieder interessante Informationen in dieser «Pflichtlektüre» versteckt werden. Denise Anderson von Kepler Equities beispielsweise verpackte im April 2002 in einem ihrer Research-Berichte brisantes Material. Die Amerikanerin prognostizierte bevorstehende Megafusionen in der Pharmaindustrie und nannte auch gleich die Kandidaten. In zwei von drei Fällen bekam sie

tatsächlich Recht: Pfizer lachte sich Pharmacia an, Aventis ging die Heirat mit Sanofi-Synthelabo ein, und nur im Fall von Novartis harrt Anderson noch des Eintreffens ihrer Prognose.

Wie man sieht, können gute Analysten mehr als nur mit einer Schrotflinte in ein Heringfass schiessen und zwangsläufig einen Treffer erzielen.

Lesen Sie weiter auf Seite 112: das Rating der führenden Research-Häuser.

Foto: Gee Ly

# Von Haus aus treffsicher

Das erste BILANZ-Ranking der treffsichersten Research-Häuser hat es ans Licht gebracht: Inländische Institute haben Aufholpotenzial gegenüber ausländischen; kleinere Institute schlagen die Grossen.

**H**aben Sie sich schon einmal gefragt, wenn Sie durch die Zürcher Bahnhofstrasse schlenderten, wie viele Banken es in der Schweiz gibt? Der Führer «Wernlin Private Banking» listet 181 in- und ausländische Institute auf. Die Aufstellung der Eidgenössischen Bankenkommission ist sogar noch um etliches länger, zählt die Aufsichtsbehörde doch alle Filialen gleich mit. Wohl in wenigen Ländern der Erde findet sich eine derart hohe Bankendichte wie in der Schweiz. Wie in aller Welt soll es somit möglich sein, aus diesem Sammelsurium jenes Institut herauszufischen, das die qualifiziertesten Analysten beschäftigt?

Dieser Frage hat sich die BILANZ gemeinsam mit den Spezialisten der ISFA angenommen (siehe «Die Analyse der Analysen» auf Seite 114). Ziel war es, eine der Kernleistungen von Geldinstituten zu bewerten: die Research-Abteilung. Im Zuge dieser Erhebung wurden alle Analystenempfehlungen zu Schweizer Aktien untersucht, die im letzten Jahr abgegeben wurden. Als Datenquelle diente der Finanzdienstleister Thomson Financial / IBES. Das Unternehmen sammelt, veröffentlicht und verwertet alle von Banken publizierten Ratings.

BILANZ ging noch einen Schritt weiter und setzte es sich zum Ziel, neben den 63 Instituten in der Schweiz, die ihre Empfehlungen an IBES weiterleiten, auch jene zur Teilnahme aufzufordern, die ihre Da-

ten sonst unter Verschluss halten. Die Reaktionen der Banken darauf hätten nicht heftiger sein können.

Goldman Sachs etwa schob Compliance-Gründe vor, nicht teilnehmen zu können. Andere wie die Bank Mirabaud, Coutts, Bank von Ernst, oder Ferry Lulin lehnten es kategorisch ab, ihre Empfehlungen jemand anderem als ihren Kunden zur Verfügung zu stellen. Erfrischend fügte die Banque Edmond de Rothschild in ihrem Schreiben hinzu, man freue sich sehr auf die Ergebnisse der Auswertung (natürlich auf die der anderen).

Die ablehnende Haltung einiger Institute kommt nicht von ungefähr: Viele wissen sehr wohl, wie sie in einem Ranking abschneiden würden, zumal bereits seit einem Jahr das Analyse-Tool der

## **Auslandbanken scheinen den Schweizer Markt besser zu kennen als Schweizer Banken. Ein Distanzproblem.**

ISFA bei einigen Banken hausintern im Einsatz steht.

Letztlich übermittelten acht wagemutige Institute ihre Sell-Side-Daten (Empfehlungen für externe Kunden, vorwiegend Institutionelle). Darunter die Bank Leu, Sarasin, Vontobel, UBS Investment Bank, Zürcher Kantonalbank, Morgan Stanley, MM Warburg und Bank Sal-

Oppenheim. Zur allgemeinen Überraschung lieferten auch drei Institute ihre gut gehüteten Buy-Side-Daten (Empfehlungen für interne Abteilungen), unter ihnen die Banken Baumann, Bordier sowie Rahn & Bodmer. Auf Grund der niedrigen Teilnehmerzahl konnte für diese Kategorie jedoch kein eigenes Ranking erstellt werden, obwohl gerade Rahn & Bodmer durch eine sehr gute Performance auffiel.

Basierend auf dem Datenmaterial von Thomson Financial / IBES und der übermittelten Ratings der Banken, wurden schliesslich 43 Institute gemessen. Die Auswertung der mehr als 3000 Empfehlungen von 446 Analysten erstreckte sich über zwei Monate – mit verblüffenden Ergebnissen: Smith Barney, Williams & Broe, HSBC, Deutsche Bank und Bankhaus Metzler gehen als die Top-Häuser in Sachen Large-Cap-Analyse hervor.

Ausländische Research-Häuser haben somit die Nase vorn, wenn es darum geht, heimische Grosskonzerne à la Novartis, Nestlé und UBS zu analysieren. Dadurch wird die weit verbreitete Mär widerlegt, inländische Banken hielten auf Grund ihrer Nähe und der guten Kontakte zu den Multis vor Ort alle Trümpfe in der Hand. Ganz durch Abwesenheit in den top ten glänzen UBS und Credit Suisse, die beide von den Privatbanken Picotet, Sarasin und Leu geschlagen wurden.

«Wir wissen, dass einige Auslandbanken grosses Know-how besitzen», startet

# Die führenden Research-Häuser

Welche Institute die beste Performance erreicht haben: die Analyse von 43 in- und ausländischen Instituten.

## Large Caps Kategorie A<sup>1</sup>

| Rang | Name               | Outperformance <sup>2</sup><br>in % (besser als der SMI) |
|------|--------------------|--|
| 1    | Deutsche Bank Sec. | 7,34   |
| 2    | Bankhaus Metzler   | 7,14   |
| 3    | Pictet             | 3,75   |
| 4    | Bank Sarasin       | 3,68   |
| 5    | Bank Leu           | 2,50   |
| 6    | Kepler Equities    | 2,18   |
| 7    | Fideuram Wargny    | 0,95   |
| 8    | DZ Bank            | 0,92   |
| 9    | Sal. Oppenheim     | 0,35   |
| 10   | Merryll Lynch      | 0,16   |

## Large Caps Kategorie B<sup>1</sup>

| Rang | Name             | Outperformance <sup>2</sup><br>in % (besser als der SMI) |
|------|------------------|--|
| 1    | Smith Barney     | 3,71   |
| 2    | Williams de Broe | 1,70   |
| 3    | HSBC             | 1,50   |
| 4    | Goldman Sachs    | 1,16   |
| 5    | Helaba Trust     | 1,01   |
| 6    | Lehman Brothers  | 0,97   |
| 7    | BNP Paribas      | 0,87   |
| 8    | Commerzbank      | 0,80   |
| 9    | Morgan Stanley   | 0,07   |
| 10   | Oddo Securities  | -0,95  |

## Small & Mid Caps Kategorie A<sup>1</sup>

| Rang | Name                              | Outperformance <sup>2</sup><br>in % (besser als Small-&-Mid-Caps-Aktien) |
|------|-----------------------------------|--|
| 1    | Bank Sarasin                      | 6,77   |
| 2    | Deutsche Bank Sec.                | 5,06   |
| 3    | UBS Investment Bank               | 4,02   |
| 4    | Merrill Lynch                     | 2,81   |
| 5    | Sal. Oppenheim                    | 2,36   |
| 6    | Bank Leu                          | 2,22   |
| 7    | Dresdner Kleinwort<br>Wasserstein | 1,07   |
| 8    | Pictet                            | 1,02   |
| 9    | Kepler Equities                   | 0,95   |

## Small & Mid Caps Kategorie B<sup>1</sup>

| Rang | Name                            | Outperformance <sup>2</sup><br>in % (besser als Small-&-Mid-Caps-Aktien) |
|------|---------------------------------|--|
| 1    | Lombard Odier Darier<br>Hentsch | 7,37   |
| 2    | Zürcher Kantonalbank            | 2,64   |
| 3    | CAI Cheuvreux                   | 1,99   |
| 4    | Morgan Stanley                  | 1,31   |
| 5    | Bank Vontobel                   | 1,08   |
| 6    | Lehman Brothers                 | 0,90   |
| 7    | Credit Suisse First Boston      | 0,18   |
| 8    | Smith Barney                    | -0,10  |
| 9    | Goldman Sachs & Co.             | -0,44  |

<sup>1</sup>A: absolut = Empfehlungen der generell besten Aktien; B: relativ = Empfehlung der besten Aktien einer Branche.  
<sup>2</sup>Outperformance: z.B. die Deutsche Bank schlug den SMI letztes Jahr um 7,34%. Das heisst: Ein Anleger erzielte eine Rendite von 25,84% (18,5% SMI plus 7,34% Outperformance).

Quelle: ISFA

Tochtergesellschaft der weltgrössten Bank, Citigroup. Trotz oder vielleicht sogar wegen des Enron-Skandals, in den Citigroup verwickelt war, glänzt der amerikanische Broker heute mit besten handwerklichen Analysefähigkeiten.

Im Gegensatz dazu überraschte HSBC kürzlich die Finanzwelt mit der Ankündigung, keine Kauf- und Verkaufsempfehlungen mehr abzugeben. Künftig sollen nur noch Trends und Themen für globale Branchen identifiziert und deren Rückwirkungen auf einzelne Firmen analysiert werden. Mit diesem Leistungsabbau will man paradoxerweise das Finanzmarkt-Research wertvoller machen.

John Millar, CEO der zweitplatzierten Williams de Broe, London, begründet das gute Abschneiden seines Unternehmens folgendermassen: «Im Gegensatz zu anderen Research-Häusern haben wir in den letzten drei Jahren 50 Prozent mehr Mitarbeiter eingestellt. Dadurch konnten wir unser Know-how ausbauen, während andere es abgebaut haben.» Eine Entwicklung, die Millar so ganz nebenbei erwähnt, aber tatsächlich immer grösseren Einfluss bekommt, sind die guten Kontakte der Londoner Finanzunternehmen zur Hedge-Funds-Industrie, von der grosse Impulse für die internationalen Börsen ausgehen.

Immer mehr Institute und Abteilungen zieht es seit längerem schon an die Themse. Die UBS etwa gibt den Tarif für ihre Analysten weltweit von London aus durch: Kein Rating verlässt das Haus ohne die Zustimmung der Briten. Ebenso die Sektorallokation, die zentral vorgegeben wird.

Auch die Deutsche Bank, Erstplatzierte der Kategorie Large Caps, leistet sich in Zürich nur noch ein Team, bestehend aus drei Analysten. Pascal Moura, Head of Research, lobt die Arbeitsteilung zwischen London und Zürich: «Wir haben gleichzeitig einen globalen und lokalen Ansatz, der erfolgreich ist, wie man sieht.»

Nicht bei allen Analysten hingegen stossen die Verlagerung der Tätigkeiten und die Beschneidung der eigenen Handlungsfähigkeit auf grosse Gegenliebe. Wie etwa bei Gregor Greber. Als Head of Research der Deutschen Bank packte er im September 2002 kurzerhand seine Sachen und wechselte mit einem Team von zwölf Mitarbeitern zu Lombard Odier Darier Hentsch.

So mittelmässig Schweizer Banken in der Kategorie Large-Caps-Analyse ab-

# Die fleissigsten Research-Häuser

Welche Institute am meisten Aktien analysieren, und welche Aktien dabei am beliebtesten sind.

## Die emsigsten Finanzinstitute

| Rang | Name                       | Anzahl Aktien |
|------|----------------------------|---------------|
| 1    | Bank Vontobel              | 131           |
| 2    | Pictet                     | 106           |
| 3    | Zürcher Kantonalbank       | 98            |
| 4    | Lombard Odier Darier H.    | 87            |
| 5    | Bank Sarasin               | 73            |
| 6    | UBS                        | 68            |
| 7    | CAI Cheuvreux              | 55            |
| 8    | Kepler Equities            | 50            |
| 9    | Credit Suisse First Boston | 41            |
| 10   | Bank Leu                   | 39            |

Quelle: ISFA

## Die beliebtesten Aktien

| Rang | Aktie         | Anzahl Finanzinstitute |
|------|---------------|------------------------|
| 1    | Novartis      | 48                     |
| 2    | Roche         | 46                     |
| 3    | Nestlé        | 44                     |
| 4    | UBS           | 43                     |
| 5    | Credit Suisse | 41                     |
| 6    | Swiss Re      | 38                     |
| 7    | ABB           | 33                     |
| 8    | Clariant      | 32                     |
| 9    | Ciba          | 31                     |
| 10   | Holcim        | 31                     |

Quelle: ISFA

Martin Maurer vom Verband der Auslandsbanken Schweiz einen Erklärungsversuch. «Ein Grund dürfte die Distanz der Research-Abteilungen zu den Unternehmen sein, da die meisten in London angesiedelt sind.» Eine Begründung, die

zu simpel erscheint, jedoch mit den Fakten übereinstimmt. Die britische HSBC etwa besitzt drei Dependancen in der Schweiz, doch keine eigene Research-Abteilung. Diese ist in London stationiert. Das gleiche Bild bei Smith Barney, einer

## System des Ratings

# Die Analyse der Analysen

Über ein Jahr lang wurde das ISFA-Rating-System getestet. Jetzt kommt es erstmals zum Einsatz: das Verfahren und die Methodik.

Zum ersten Mal erstellte BILANZ mit den Spezialisten der ISFA ein umfassendes Rating. Das ISFA-Institut ist eine Tochtergesellschaft der Schweizerischen Finanzanalysten-Vereinigung (SFAA) sowie des Ausbildungszentrums für eidgenössische Diplomabschlüsse für Analysten (Azek), das bislang über 2500 Diplome vergeben hat. Gegründet wurde das ISFA Anfang 2003 mit dem Ziel, Finanzanalysten und Banken regelmässig, transparent und objektiv zu bewerten. Die zu Grunde liegende Methodik wurde von einem internationalen Komitee, bestehend aus zwölf Finanzexperten unter der Leitung von Prof. Rajna Gibson von der Universität Zürich, erarbeitet. Auch von den Mitgliedern des internationalen Dachverbandes der Europäischen Finanzanalysten-Vereinigungen (Effas) wird die ISFA-Methodik bereits angewandt.

### Vorgehen

Analysiert wurden 43 Banken und Broker, sowohl Sell- wie auch Buy-Side-Institute, die mindestens fünf Schweizer Titel analysieren. Nicht unterschieden wurde, ob ein Institut Primär- oder Sekundärresearch betreibt. Zur Auswertung gelangten sämtliche Empfehlungen, die von den Banken veröffentlicht und an den Finanzdienstleister Thomson Financial / IBES weitergeleitet wurden. Zur Bestätigung dieser Empfehlungen lud BILANZ alle Institute noch einmal schriftlich ein, die Ratings des letzten Jahres bei Thomson Financial zu überprüfen

oder ISFA zuzusenden. Alle Empfehlungen der Periode vom 1. Januar bis zum 31. Dezember 2003 wurden ausgewertet. Unterschieden wurde, ob Institute relative oder absolute Empfehlungen abgeben: Relative Empfehlungen werden gegenüber einem Index abgegeben, absolute Empfehlungen gegenüber einer risikolosen Anlage (Bargeld). Auch wurde unterteilt in Institute, die Aktien aus dem SMI analysieren, und solche, die sich Small- und Mid-Caps-Aktien widmen. Die zu Grunde liegenden Aktien sollten von mindestens drei Analysten abgedeckt werden.

### Methodik

Auf Grund der unterschiedlichen Ratingssysteme (strong buy, buy, hold, sell) wurden die Resultate mittels Risikokennzahlen vergleichbar gemacht. Bei der Messung wurden alle Aktien gleich gewichtet. Veränderungen der Ratings wurden folgendermassen behandelt: Eine «Strong buy»-Empfehlung hatte zur Folge, dass die ursprüngliche Position der jeweiligen Aktie verdoppelt wurde, bei einer «Buy»-Empfehlung um 50 Prozent. Bei «reduce» wurde die ursprüngliche Position der Aktie um 50 Prozent reduziert, bei «sell» um 100 Prozent. Je nachdem, ob eine Empfehlung absolut oder relativ ausgesprochen wird, erfolgt der Zukauf einer Aktie über einen Kredit (absoluter Ansatz) oder über den Verkauf des jeweiligen Vergleichsindex (relativer Ansatz).

Im Gegensatz dazu hat die Reduktion der ursprünglichen Aktienposition zur Folge, dass der erzielte Erlös aus dem Verkauf entweder in Cash gehalten oder in den Vergleichsindex investiert wird. Zur Ermittlung des Erfolgs eines Analysten wird bei absoluten Empfehlungen die Out-performance gegenüber dem Bargeld ermittelt. Beim relativen Ansatz wird aus den gerateten Aktien des jeweiligen Analysten ein Index gebildet und überprüft, ob er diesen – also seinen eigenen – Index schlagen konnte. Da naturgemäss die Aktienzusammenstellung der einzelnen Analysten vom Risiko her betrachtet sehr unterschiedlich ist, wurden die Portefeuilles zusätzlich ans Risiko angepasst.

schneiden, so gut präsentiert sich das Bild in der Kategorie Small und Mid Caps. Mit Lombard Odier und CAI Cheuvreux finden sich gleich zwei frankophone Institute unter den top drei der Kategorie B. In der Kategorie A belegen die Bank Sarasin und die UBS das Spitzenfeld.

Ein Grund für die guten Ergebnisse speziell der Privatbanken ist in der zunehmenden Spezialisierung des Research auf kleinere Unternehmen zu suchen – die einzige Chance für viele Brokerabteilungen, sich zu etablieren und zu überleben. Denn die mächtige Konkurrenz der

## Die Leistungen der meisten Schweizer Institute waren nicht gerade berauschend.

grossen Research-Häuser konzentriert sich vorwiegend auf grosskapitalisierte Unternehmen. Small und Mid Caps werden links liegen gelassen.

Sarasin beispielsweise deckt mit einem Team von 15 Analysten ausschliesslich Schweizer Titel ab. «Davon konzentrieren sich vier Analysten nur auf Small Caps», betont Daniel Scheibler, Head of Research der Bank Sarasin. Gleiches Bild bei Lombard Odier Darier Hentsch: «Wir können nicht alle Unternehmen abdecken, deshalb spezialisieren wir uns auf eine Nische», so Gregor Greber, Head of Research. «Letztlich ist es ja auch eine Kostenfrage.»

Tatsächlich ist es erstaunlich, dass trotz den beträchtlichen Kosten der Research-Abteilungen noch immer derart viele Schweizer Titel abgedeckt werden (siehe «Die fleissigsten Research-Häuser auf Seite 113»). Vor allem die insgesamt 131 Titel, welche die Bank Vontobel analysierte, gefolgt von den 106 Titeln der Bank Pictet und den 98 der Zürcher Kantonalbank. Die Grossbanken hingegen rangieren abgeschlagen, die UBS mit 68 Titeln an sechster Stelle, gefolgt von der Credit Suisse mit lediglich 41 Titeln.

Für die gesamte Branche muss gesagt werden, dass die Leistungen der Mehrheit der Schweizer Research-Häuser im letzten Jahr nicht gerade berauschend waren. Denn jene Institute, die im Ranking nicht erscheinen, konnten alle den Index nicht schlagen. Es gibt also noch Potenzial für 2004. B

**Carmen Gasser**

carmen.gasser@bilanz.ch



Die Tester von ISFA: Stefan Braunschweig (l.), Jean-Claude Dufournet.