

„Kaufresearch“ – akzeptiert oder verwehrt?

Untersuchung zur Bewertung von unternehmensfinanziertem
Aktienresearch durch institutionelle Investoren

August 2008

1	Ausgangssituation	3
2	Ziel und Vorgehensweise	3
3	Teilnehmer	4
3.1	Liste der Teilnehmer	4
3.2	EAUM der befragten Investoren	5
3.3	Deutsche Investoren mit höchster Gewichtung	5
3.4	Hausinternes Buy-Side Research	5
4	Executive Summary	6
5	Detailergebnisse	8
5.1	Mindestanzahl Researchhäuser	8
5.2	Spontane Assoziationen zu Kaufresearch	8
5.3	Intensität der Verwendung von Kaufresearch	9
5.4	Kaufresearch ja oder nein	10
5.5	Kaufresearch versus Designated Sponsor Research	10
5.6	Möglichkeiten zur Erhöhung der Glaubwürdigkeit von Kaufresearch	11
5.7	Spontan bekannte unabhängige Research-Häuser	12
5.8	Impulsbekannte unabhängige Research-Häuser	12
5.9	Bewertung der unabhängigen Research-Häuser	13
5.10	Alternativen zu unternehmensfinanziertem Research	13
6	Resümee	14
	Impressum	15

Geringe Aufmerksamkeit für Small & Micro Caps des deutschen Kapitalmarkts.

Unabhängige Analyse-Häuser treten an, die von den Investmentbanken geschaffene Researchlücke zu schließen.

40 institutionelle Investoren aus Deutschland, der Schweiz und Österreich wurden befragt.

1 Ausgangssituation

Börsennotierte Unternehmen, die der Kategorie Small & Micro Caps zuzuordnen sind, stehen im Vergleich zu höher kapitalisierten Gesellschaften vor der Problematik einer geringen Wahrnehmung im Kapitalmarkt und in der Wirtschaftspresse. Aus der schwachen bis meistens überhaupt nicht vorhandenen Research-Coverage durch Investmentbanken resultieren für diese Nebenwerte eine marginale Nachfrage seitens institutioneller Investoren, eine mangelnde Liquidität der Aktie und schließlich eine instabile Kursentwicklung. Bankenunabhängige Analyse-Häuser treten an, die Researchlücke zu schließen und Small & Micro Caps regelmäßig unter Kapitalmarktgesichtspunkten zu bewerten – gegen Honorar. Von Unternehmen bezahltes Aktienresearch, in der Financial Community auch als Kaufresearch oder Auftragsresearch bezeichnet, wird jedoch nicht selten skeptisch gesehen.

2 Ziel und Vorgehensweise

Was ist unternehmensfinanziertes Research wert? Die von der IR.on AG initiierte Untersuchung zielt darauf, die Bedeutung von Kaufresearch für institutionelle Aktionäre näher zu beleuchten. Hierzu wurden deutsche, schweizerische und österreichische institutionelle Investoren befragt. Die im Juli 2008 durchgeführte Umfrage erfolgte in Form von telefonischen Interviews.

Auch war es Ziel zu ermitteln, welches Informationsbedürfnis institutionelle Investoren in Bezug auf deutsche Small & Micro Caps haben, welche IR-Maßnahmen gewünscht und wie die derzeit im deutschen Markt agierenden unabhängigen Research-Häuser beurteilt werden.

Unter deutschen, schweizerischen und österreichischen Investment Professionals, die in deutsche Nebenwerte investieren, sind rund 80 potentielle Interviewpartner identifiziert worden, von denen 40 befragt wurden. Die Fragen waren größtenteils offener Natur, um möglichst spontane Antworten zu generieren.

Für die Bestimmung des Bekanntheitsgrads der Research-Häuser sind die elf im Markt etablierten Anbieter von Kaufresearch mit Sitz in Deutschland berücksichtigt worden. Bis auf eine Ausnahme – die SES Research GmbH, seit Oktober 2005 zur M.M. Warburg & CO KGaA gehörend – haben diese Häuser keine Kapitalverflechtung mit einer Investmentbank, gelten also als unabhängig. Die SES Research GmbH wurde in der Untersuchung berücksichtigt, weil sie in der Financial Community vielfach noch als unabhängiges Haus wahrgenommen wird.

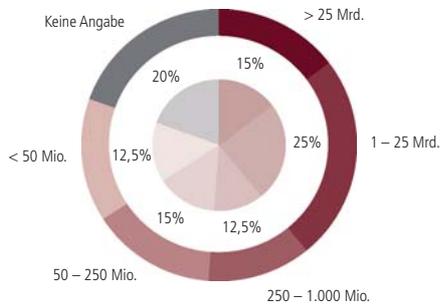
3 Teilnehmer

3.1 Liste der Teilnehmer

Die 40 befragten institutionellen Investoren verwalten insgesamt ein in Aktienwerten angelegtes Vermögen (Equity Assets Under Management, EAUM) von mehr als 920 Mrd. EUR. Teilnehmer der Studie waren sowohl Fondsmanager und Vermögensverwalter als auch Buy-Side Analysten.

Nr.	Institut	Sitz
1	Allianz Global Investors Kapitalanlagegesellschaft mbH	Deutschland
2	Baden-Württembergische Investmentgesellschaft mbH	Deutschland
3	BN & Partners Nous Vision GmbH	Deutschland
4	Discover Capital GmbH	Deutschland
5	DJE Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG	Deutschland
6	FeHo Vermögensverwaltung GmbH	Deutschland
7	FRANKFURT-TRUST Investment-Gesellschaft mbH	Deutschland
8	HWB Capital Management	Deutschland
9	Julius Meinl Investment Gesellschaft mbH	Österreich
10	Kepler-Fonds Kapitalanlagegesellschaft m.b.H	Österreich
11	LBBW Asset Management GmbH	Deutschland
12	Lupus alpha Asset Management GmbH	Deutschland
13	Metrix Performance Management AG	Deutschland
14	NORDCON Investment Management AG	Deutschland
15	Nordequity GmbH	Deutschland
16	Phoenix Trust E&L Asset Management AG	Deutschland
17	Plutos Vermögensverwaltung AG	Deutschland
18	Rentropsche Vermögensverwaltung	Deutschland
19	Ringturm Kapitalanlagegesellschaft m.b.H.	Österreich
20	RV Capital GmbH	Schweiz
21	Scherrer Asset Management AG	Schweiz
22	Seregni Asset Management	Schweiz
23	Shareholder Value Management AG	Deutschland
24	Süd Private Equity GmbH & Co. KGaA	Deutschland
25	TFG Capital AG	Deutschland
26	Union Investment Gruppe	Deutschland
27	Value Holdings AG	Deutschland
28	Veritas SG Investment Trust GmbH	Deutschland
29	VM Value Management GmbH	Deutschland
30	Volksbank Invest Kapitalanlagegesellschaft m.b.H.	Österreich
31	WestLB Mellon Asset Management KAG mbH	Deutschland
32	Anonym (1)	Deutschland
33	Anonym (2)	Deutschland
34	Anonym (3)	Deutschland
35	Anonym (4)	Deutschland
36	Anonym (5)	Deutschland
37	Anonym (6)	Deutschland
38	Anonym (7)	Deutschland
39	Anonym (8)	Schweiz
40	Anonym (9)	Schweiz

Gliederung der befragten Investoren nach Equity Assets Under Management in EUR



3.2 EAUM der befragten Investoren

Maßgebliches Kriterium der Auswahl der Befragten war, einen möglichst ausgewogenen Mix von institutionellen Investoren bezüglich der Höhe der verwalteten Equity Assets under Management zu erreichen. 6 der Teilnehmer sind bei Fondsgesellschaften beschäftigt, deren EAUM-Volumen 25 Mrd. EUR übersteigt, 10 arbeiten bei Gesellschaften, die ein Aktienvermögen zwischen 1 und 25 Mrd. EUR verwalten, 5 der Befragten sind in Unternehmen mit einem EAUM zwischen 250 Mio. und 1 Mrd. EUR tätig, 6 Teilnehmer stammen aus Fondsgesellschaften mit einem verwalteten Vermögen von 50 bis 250 Mio. EUR und wiederum 5 gehören Unternehmen an, die weniger als 50 Mio. EAUM ausweisen. 8 der Interviewpartner haben zu dem gemanagten Assetvolumen keine Angaben gemacht.

3.3 Deutsche Investoren mit höchster Gewichtung

Für die Studie wurden 31 deutsche, 5 schweizerische und 4 österreichische institutionelle Investoren befragt. Die 31 deutschen Teilnehmer verwalten mit einer angelegten Summe von 638 Mrd. EUR oder 68,9% das Gros der EAUM bei dieser Untersuchung, gefolgt von den schweizerischen institutionellen Investoren mit 285 Mrd. EUR EAUM, was 30,8% entspricht, und den österreichischen Investoren mit 3,4 Mrd. EUR oder 0,4% der EAUM.

3.4 Hausinternes Buy-Side Research

Knapp über die Hälfte der teilnehmenden institutionellen Investoren verfügt über ein hausinternes Buy-Side Research und ist damit nicht zwingend auf Berichte externer Anbieter angewiesen.

4 Executive Summary

Die Größe und Strategie des Investment-Hauses, die Verfügbarkeit eines hausinternen Buy-Side Researchs sowie persönliche Präferenzen der Fondsmanager bestimmen, welche Mindestanzahl an Unternehmensstudien über Small & Micro Caps für erforderlich gehalten werden, um eine vernünftige Investmententscheidung treffen zu können.

Institutionelle Investoren hegen eine grundsätzliche Skepsis gegenüber Kaufresearch.

Die Äußerungen der Teilnehmer spiegeln eine grundsätzliche Skepsis institutioneller Investoren gegenüber unternehmensfinanziertem Research wider. Primärer Kritikpunkt ist der mögliche respektive per se unterstellte Interessenkonflikt, in dem die honorar-empfangenden unabhängigen Research-Häuser stehen (könnten). Kursziele und Empfehlungen werden deshalb kaum ernst genommen und nicht als Grundlage für Transaktionen herangezogen. Dennoch ist unternehmensfinanziertes Research als „Notlösung“ für eine Versorgung mit Basisinformationen von der Mehrheit der Teilnehmer akzeptiert. 60% der Investoren geben an, unternehmensfinanziertes Research bei ihren Investmentanalysen mehr oder weniger häufig zu berücksichtigen. Dabei erfüllt es primär die Funktion der Vermittlung eines „ersten Eindrucks“ zum Unternehmen. Es dient als Quelle zur Informationsbeschaffung über das Geschäftsmodell, die Branche, den Markt und das Zahlenwerk.

Die Studien erfüllen primär den Zweck, einen ersten Eindruck zum Unternehmen zu vermitteln.

Obwohl 40% der Teilnehmer angeben, unternehmensfinanziertes Research nicht zu verwenden, lehnen nur 15% der Teilnehmer die Beauftragung und Finanzierung desgleichen durch Small & Micro Caps kategorisch ab. 85% halten es für eine mehr oder minder adäquate IR-Maßnahme. 59% der Teilnehmer befürworten unternehmensfinanziertes Research prinzipiell, während 26% es in Ausnahmefällen für angebracht halten. Darüber hinaus wird deutlich, dass sich die grundsätzliche Skepsis seitens der institutionellen Investoren nicht nur auf die Studien der unabhängigen Anbieter von Research bezieht. Vielmehr werden auch die Analysen der Investmentbanken als Bestandteil von Designated Sponsoring Dienstleistungspaketen aufgrund eines auch hier unterstellten Interessenkonflikts nur bedingt verwertet. Prinzipiell stehen die Teilnehmer diesen beiden Researchvarianten kritisch gegenüber. Den Investmentbanken wird jedoch ein leichter Qualitätsvorsprung eingeräumt.

Grundsätzliche Skepsis bezieht sich auch auf Analysen im Rahmen eines Designated Sponsorings.

Nach Ansicht der Teilnehmer gibt es Optionen, die Glaubwürdigkeit und somit den Wert von unternehmensfinanzierten Analysen zu steigern. Ein möglicher Lösungsansatz wäre für die Research-Häuser, ihre Analysten eingehender zu portraituren. Des Weiteren würden beispielsweise eine Offenlegung von Vertragsbestandteilen, die Darstellung der Ratinghistorie und die Verwendung von Studien renommierter Marktforschungsinstitute in den Analysen die Glaubwürdigkeit stützen.

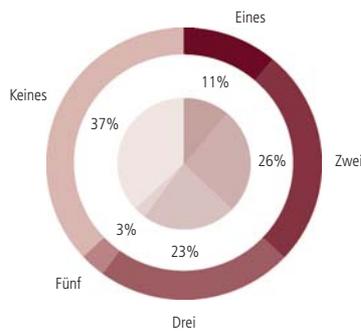
Bekanntestes unter den bankenunabhängigen Analyse-Häusern ist Independent Research.

Independent Research ist der bekannteste unabhängige Anbieter von unternehmensfinanziertem Research, gefolgt von der zur Warburg-Gruppe gehörenden, ehemals unabhängigen SES Research sowie Vara Research und GBC. Bei der Beurteilung der Anbieter nach Schulnoten schnitt die SES Research am besten ab. Von insgesamt 19 Teilnehmern erhielt sie durchschnittlich die Note „gut“ (\bar{x} 2,12). Ebenfalls mit „gut“ schnitten Vara Research (\bar{x} 2,20) und Dr. Kalliwoda Research (\bar{x} 2,27) ab. Im Schnitt wurde die Gesamtheit der Research-Häuser mit 2,81 bewertet.

Aus Sicht der Investoren gibt es zahlreiche Alternativen zu Kaufresearch.

Es bieten sich für Small & Micro Cap Werte auch zahlreiche andere Möglichkeiten, die relevanten Zielgruppen mit adäquaten Informationen zu versorgen und damit die eigene Visibilität im Kapitalmarkt zu verbessern. Die institutionellen Investoren nennen an erster Stelle Road Shows respektive One-on-One-Gespräche, die regelmäßig durchgeführt werden sollten. Weiterhin empfehlen sie eine detailliertere Informationsversorgung insbesondere über den Geschäftsbericht. Als wichtiger Bestandteil eines guten Kapitalmarktauftritts wird auch die regelmäßige Teilnahme an Kapitalmarktkonferenzen gewertet.

Wie viele Research-Häuser braucht ein Small & Micro Cap Unternehmen mindestens, damit Sie eine vernünftige Investmententscheidung treffen können?



Was fällt Ihnen spontan zu unternehmensfinanziertem Aktienresearch ein?

5 Detailergebnisse

5.1 Mindestanzahl Research-Häuser

Die Größe und Strategie des Investment-Hauses, die Verfügbarkeit eines hausinternen Buy-Side Researchs sowie persönliche Präferenzen der Fondsmanager bestimmen, welche Mindestanzahl an Unternehmensstudien über Small & Micro Caps für erforderlich gehalten werden, um eine vernünftige Investmententscheidung treffen zu können. Auf die Frage, wie viele Research-Häuser ein Small & Micro Cap für eine vernünftige Investmententscheidung mindestens braucht, ergab sich daher ein eher gemischtes Bild. 52% und somit über die Hälfte der Teilnehmer wünschen sich Einschätzungen von mindestens zwei verschiedenen Research-Häusern. Jedoch gaben 37% aller Teilnehmer an, auch dann eine vernünftige Investmententscheidung treffen zu können, wenn gar keine Studien zum Unternehmen vorliegen.

Ausgewählte Zitate

„Wir investieren auch in Unternehmen, die nicht ge covert werden, da wir über ein eigenes Research-Team verfügen.“

„Wenn ein Unternehmen weniger als drei Researchhäuser hat, so ist das zwar kein generelles Kick-out-Kriterium, aber in der Regel bleibt es dennoch außen vor.“

„Für uns ist die Anzahl der Häuser, die ein Unternehmen covern, wichtig, da wir mit Konsensschätzungen arbeiten.“

„Wir investieren in Gesellschaften ab einer Marktkapitalisierung von 100 Mio. EUR. Unternehmen dieser Größe werden in der Regel von mindestens einer Bank ge covert.“

5.2 Spontane Assoziationen zu Kaufresearch

Die Äußerungen der Teilnehmer spiegeln eine grundsätzliche Skepsis institutioneller Investoren gegenüber unternehmensfinanziertem Research wider. Primärer Kritikpunkt ist der mögliche respektive per se unterstellte Interessenkonflikt, in dem die honorar empfangenden unabhängigen Research-Häuser stehen (könnten). Kursziele und Empfehlungen werden deshalb kaum ernst genommen und nicht als Grundlage für Transaktionen heran gezogen. Dennoch ist unternehmensfinanziertes Research als „Notlösung“ für eine Versorgung mit Basisinformationen von der Mehrheit der Teilnehmer akzeptiert.

Ausgewählte Zitate

„Es ist ein Problem, wenn Research bezahlt wird, da dann ein Interessenkonflikt vorliegt. Die Objektivität ist in Frage zu stellen. Auffallend an Kaufresearch ist, dass niemals Verkaufsempfehlungen ausgesprochen werden.“

„Ich sehe keinen Wert in Kaufresearch. Das von einer Gesellschaft dafür aufgewandte Geld ist verschwendet. Ein Unternehmen, das eine gute Equity Story hat, wird mit der Zeit auch entdeckt werden. Dazu kann es sehr viel selbst beitragen.“

„Kaufresearch ist für uns unter qualitativen Aspekten nur bedingt verwendbar. Ausgesprochene Empfehlungen spielen für uns generell keine Rolle. Wir werfen eher einen Blick auf die allgemeinen Informationen und die Unternehmensdaten, die in der Regel verlässlich sind, da mit dem Unternehmen abgestimmt. Deswegen kann aber auch ein gut gemachter Geschäftsbericht ein Kaufresearch ersetzen.“

„Unternehmensfinanziertes Research ist für die Anlageentscheidung nicht relevant, für das Verständnis der Equity Story unter Umständen schon.“

„Im Research ausgesprochene Empfehlungen sind eher uninteressant, da mit verschiedenen Techniken beliebige Kursziele prognostiziert werden können.“

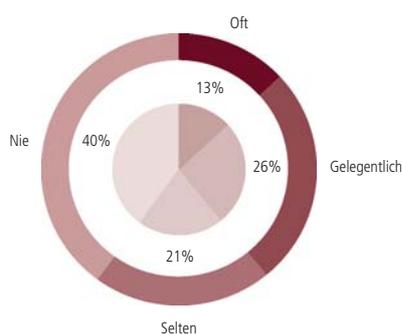
„In einem unternehmensfinanziertem Research wird in der Regel ein zu positives Bild über ein Unternehmen abgegeben. Nichtsdestotrotz sind solche Studien hilfreich, um mehr über kleine Unternehmen zu erfahren.“

„Kaufresearch kann durchaus auch eine unabhängige Quelle sein. Es besteht aber prinzipiell ein Interessenkonflikt zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer.“

„Mit Auftragsresearch wird der Bekanntheitsgrad der Aktie gesteigert. Es ist jedoch fraglich, inwieweit die Bezahlung die Bewertung beeinflusst. Deswegen kann ein unternehmensbeauftragtes Research nur eine Zusatzfunktion erfüllen.“

„Es ist auf jeden Fall eine Art der Informationsbeschaffung. Darum bewerte ich es als positiv. Es ist immer noch besser als gar nichts.“

Greifen Sie bei Ihren Investmentanalysen zu Small & Micro Caps auf unternehmensfinanziertes Research zurück?



5.3 Intensität der Verwendung von Kaufresearch

Trotz der geäußerten grundsätzlichen Skepsis findet unternehmensfinanziertes Research eine relativ hohe Verwendung. 60% der Teilnehmer geben an, unternehmensfinanziertes Research bei ihren Investmentanalysen mit zu berücksichtigen. 13% der Teilnehmer verwenden es häufig, 26% gelegentlich und 21% in seltenen Fällen. Keine Verwendung finden diese Reports bei 40% aller Teilnehmer. Als Grund für die eingeschränkte Verwendung wird auch die mangelnde Verfügbarkeit von unternehmensfinanziertem Research auf den Plattformen der Finanzdatendienstleister angeführt.

Ausgewählte Zitate

„Da wir über ein eigenes Buy-Side Research verfügen, greifen wir nicht aktiv auf Kaufresearch zurück.“

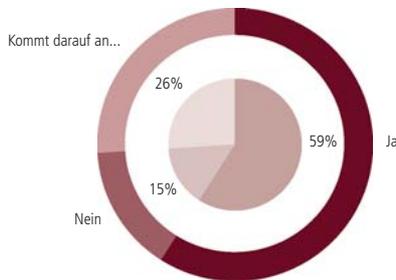
„Wir nutzen diese Studien nicht. Das ist die derzeitige Policy unseres Hauses.“

„Tendenziell verwenden wir unternehmensfinanziertes Research nicht. Jedoch schauen wir uns jedes Research an, das auf den Plattformen der Finanzdatendienstleister angeboten wird, also gelegentlich auch Studien unabhängiger Anbieter.“

„Ich greife immer dann auf unternehmensfinanziertes Research zurück, wenn kein anderes Research verfügbar ist.“

„Wenn wir auf Kaufresearch zurückgreifen, dann dient das nur als Ideengeber.“

Sollen Small & Micro Caps Ihrer Ansicht nach Research in Auftrag geben?



Sehen Sie Unterschiede zwischen dem Research der Investmentbanken im Rahmen des Designated Sponsoring Vertrags und dem Kaufresearch der unabhängigen Anbieter und wenn ja, welche?

5.4 Kaufresearch ja oder nein

Trotz der skeptischen Grundhaltung gegenüber unternehmensfinanziertem Research beantworten nur 15% der Teilnehmer die Frage, ob Small & Micro Caps Analysen beauftragen sollen, kategorisch mit „nein“. 59% der Teilnehmer sind der Auffassung, die Gesellschaften sollten Kaufresearch in Auftrag geben. Weitere 26% halten diesen Schritt zwar lediglich für eine Notlösung, würden ihn aber nicht ausdrücklich ablehnen.

Ausgewählte Zitate

„Die Unternehmen sollten eine Kosten-Nutzen-Abwägung vornehmen und diese in Relation setzen mit den Kosten vergleichbarer Maßnahmen im Rahmen der Investor Relations Arbeit.“

„Es kommt sehr darauf an, welche Investoren und welche Märkte angesprochen werden sollen. Kaufresearch kann notwendig und förderlich sein, muss es aber nicht.“

„Ein Auftragsresearch kann sinnvoll sein, um solche Privatanleger zu erreichen, für die der Geschäftsbericht ein Buch mit sieben Siegeln ist und die darüber hinaus keinen Zugang zum Management haben.“

5.5 Kaufresearch versus Designated Sponsor Research

Es mag Ausnahmen geben, jedoch werden Small & Micro Cap Unternehmen in der Regel nicht durch die Sell-Side Analysten bedeutender Investmentbanken gecovert. Neben der Beauftragung von unabhängigen Research-Häusern besteht die Möglichkeit, als Bestandteil einer Designated Sponsoring Vereinbarung mit einer Investmentbank entsprechende Analysen vom betreuenden Institut erstellen zu lassen. Berichte dieser Art sind prinzipiell ebenso als bezahltes Auftragsresearch zu werten. Bei der Frage zur Differenzierung von Analysen eines Designated Sponsors zu denen von unabhängigen Häusern kristallisiert sich heraus, dass die Untersuchungsteilnehmer beiden Anbietertypen generell kritisch gegenüberstehen, wobei den Investmentbanken ein leichter Qualitätsvorsprung eingeräumt wird.

Ausgewählte Zitate

„Die unabhängigen Research-Häuser schreiben noch mehr nach der Nase des Vorstands.“

„Es besteht grundsätzlich ein Interessenkonflikt. Das betrifft nicht unbedingt nur die Aussagen der Berichte sondern beispielsweise auch das gesteuerte Timing der Veröffentlichungen.“

„Es besteht eine deutlich subjektivere, `verherrlichende` Sichtweise bei Kaufresearch. Was nicht heißt, dass das Research der Investmentbanken deutlich besser ist.“

„Es gibt schon Qualitätsunterschiede, wobei die Investmentbanken besser abschneiden.“

„Das Research der Investmentbanken im Rahmen des Designated Sponsoring Vertrags ist ein bisschen kritischer – im Sinne von besser – auch wenn es mitverkauft wird.“

Gibt es Ihrer Ansicht nach Möglichkeiten, den Wert respektive die Glaubwürdigkeit von unternehmensfinanziertem Research zu erhöhen und wenn ja, welche?

„Wir gehen davon aus, dass Compliance-Richtlinien und Chinese Walls mittlerweile derart Beachtung finden, dass die Investmentbanken auch im Rahmen eines Designated Sponsorships unabhängiges Research produzieren.“

„Ich sehe die Designated Sponsor Analysen als ‚Zwischending‘ zwischen Kauf- und Sell-Side Research. Es ist in der Regel nachhaltiger und qualitativ besser als Kaufresearch. Dennoch bestehen auch hier Interessenkonflikte, da die Leistungen meist im Paket angeboten werden.“

„Beide Gattungen haben Objektivitätsprobleme und sind mit Interessenkonflikten behaftet.“

5.6 Möglichkeiten zur Erhöhung der Glaubwürdigkeit von Kaufresearch

Nach Ansicht der Teilnehmer gibt es Optionen, die Glaubwürdigkeit und somit den Wert von unternehmensfinanzierten Analysen zu steigern. Ein möglicher Lösungsansatz wäre für die Research-Häuser, ihre Analysten eingehender zu portraituren. Auch würden eine Offenlegung von Vertragsbestandteilen, die Darstellung der Ratinghistorie und die Verwendung von Studien renommierter Marktforschungsinstitute in den Analysen die Glaubwürdigkeit stützen. Wie die Chancen sollten ebenso die Risiken fundiert beurteilt werden. Kritische Meinungen müssten geäußert und damit dem Spannungsverhältnis zwischen wirtschaftlicher Abhängigkeit und Moral entgegen getreten werden.

Ausgewählte Zitate

„Es müssten mehr Informationen zu den Analysten, die hinter den Berichten stehen, zur Verfügung gestellt werden.“

„Bei der Beschreibung der Marktentwicklung sollten stets führende Institute oder allgemein nachvollziehbare und nachprüfbar Daten herangezogen werden.“

„Es müssten Details zur Vertragsgestaltung und zu den Kosten offen gelegt werden.“

„Ein Ziel sollte sein, ein System zu schaffen, in dem die Research-Häuser ihr Honorar von Dritten beziehen, etwa von institutionellen Investoren. Wir bezahlen beispielsweise auch für Makro-Research.“

„Die Research-Häuser sollten keine irrwitzigen Kursziele erfinden, sondern objektive Aussagen treffen und ihrer Bewertungsmethodik treu bleiben.“

„Eine fundierte Beurteilung der Risiken und nicht nur der Chancen würde zeigen, dass der Analyst unabhängig agiert. Eine Studie muss darlegen, wie und wo sich ein Unternehmen verbessern kann.“

„Hat ein Analyst eine kritische Meinung, sollte er diese auch veröffentlichen. Das Spannungsverhältnis zwischen wirtschaftlicher Abhängigkeit und Moral muss ausgehalten werden.“

„Die Research-Anbieter sollten Statistiken über ihr gesamtes Researchuniversum inklusive der Verteilung der jeweiligen Ratings veröffentlichen.“

„Es muss offen gelegt werden, inwiefern Analysen und Prognosen eintreffen. Für uns ist beispielsweise der Information Coefficient ein maßgebliches Kriterium zur Bewertung der Meinung eines Analysten.“

„Das Research sollte Informationen enthalten, die über die bloße Wiedergabe dessen, was das Management sagt, hinausgehen. Genau das passiert in der Regel nicht.“

„Es ist eine professionelle Bewertung nötig. Mit einfachen Bewertungsverfahren kommt man meist nicht weit. Und die Prognosen müssen nachvollziehbar sein.“

„Die Research-Anbieter sollten ein zeitliches Tableau zur Verfügung stellen, das zeigt, zu welchem Zeitpunkt sie welche Aussagen getroffen haben und das auch einen Soll-/Ist-Vergleich der angekündigten und realisierten Zahlen bietet.“

Welche Anbieter von Kaufresearch sind Ihnen spontan bekannt?

Top 3 der spontan bekannten Research-Häuser	
1. Independent Research GmbH	19 Nennungen
2. SES Research GmbH	10 Nennungen
2. Vara Research GmbH	10 Nennungen
Nennungen insgesamt: 75	

Welche Anbieter von Kaufresearch sind Ihnen bekannt?*

Top 3 der impulsbekannten Research-Häuser	
1. Independent Research GmbH	31 Nennungen
2. SES Research GmbH	29 Nennungen
3. GBC AG	23 Nennungen
Nennungen insgesamt: 207	

*nach Vorlesen des jeweiligen Unternehmensnamens

5.7 Spontan bekannte unabhängige Research-Häuser

15 Interviewpartnern war spontan kein unabhängiges Research-Haus bekannt. Die übrigen 25 Teilnehmer nannten insgesamt 15 verschiedene Anbieter von Research, darunter allerdings auch 5 kleinere Banken oder in Abhängigkeit zu einem Finanzinstitut stehende Research-Häuser. Mit 19 Nennungen ist Independent Research am häufigsten erwähnt worden und ist somit rund der Hälfte aller Teilnehmer spontan bekannt. An zweiter Stelle mit jeweils 10 Nennungen folgen SES Research und Vara Research, die damit jeweils 25% der Befragten präsent sind. Die spontanen Antworten zeigen, dass die SES Research GmbH auch nach Eingliederung in die M.M. Warburg & CO KGaA weiterhin primär als bankenunabhängiges Research-Haus wahrgenommen wird.

5.8 Impulsbekannte unabhängige Research-Häuser

In einem zweiten Schritt wurde der Bekanntheitsgrad nach Benennung der unabhängigen Research-Häuser ermittelt. Die Namen folgender Anbieter von unternehmensfinanziertem Research wurden zur Auswahl gegeben: Dr. Kalliwoda Research, Fairesearch, First Berlin Equity Research, GBC, GSC Research, Independent Research, Midas Research, SES Research, SRC Research, Trust Research, Vara Research.

36 Teilnehmer gaben an, über die genannten Research-Häuser mehr oder weniger gut informiert zu sein. Was nach der spontanen Präsenz mit 19 Erwähnungen zu erwarten war: Auch hier weist Independent Research den höchsten Bekanntheitsgrad aus und ist mehr als drei Viertel der Befragten geläufig (31 Nennungen). An zweiter Stelle steht SES Research mit einem Bekanntheitsgrad von 73% (29 Nennungen). Das Abhängigkeitsverhältnis zur Privatbank M.M. Warburg & CO KGaA wurde an dieser Stelle übrigens lediglich von vier Teilnehmern angemerkt. Einen hohen Bekanntheitsgrad hat auch die GBC, die mehr als der Hälfte der Teilnehmer (58% oder 23 Nennungen) geläufig ist und die im Ranking unter den elf abgefragten Research-Häusern Platz drei belegt.

Bitte bewerten Sie die Ihnen bekannten unabhängigen Research-Häuser nach Schulnoten.

Bewertung nach Schulnoten	
1. SES Research GmbH	2,12
2. Vara Research GmbH	2,20
3. Dr. Kalliwoda Research GmbH	2,27
Mittelwert aller Research-Häuser:	2,81

Welche Alternativen zu unternehmensfinanziertem Research schlagen Sie vor, um die Informationsversorgung des Marktes zu verbessern?

Top Ten der zu Kaufresearch alternativen Maßnahmen			
Nr.	Maßnahme	Nennungen	Anteil
1.	Road Shows, Investorenbesuche	13	15,7%
2.	Detailliertere Berichte	11	13,3%
3.	Kapitalmarktkonferenzen	9	10,9%
4.	Kompetentes IR-Personal	8	9,6%
5.	Aktives Zugehen auf Investoren	8	9,6%
6.	Bessere PR-Arbeit	6	7,2%
7.	Detailliertere Website	6	7,2%
8.	Ehrliche, transparente Kommunikation	4	4,8%
9.	Aktives Zugehen auf Sell-Side	3	3,6%
10.	Erreichbarkeit Vorstand	3	3,6%
	Sonstige Maßnahmen	12	14,5%
	Summe der Nennungen:	83	100,0%

5.9 Bewertung der unabhängigen Research-Häuser

Bei der Beurteilung der Anbieter nach Schulnoten schnitt SES Research mit einer Durchschnittsnote von 2,12 am besten ab. Vara Research belegte mit einer Bewertung von 2,20 den zweiten Rang, während sich Dr. Kalliwoda Research in dem Feld der elf benannten Analyse-Häuser mit einer Durchschnittsnote von 2,27 als Drittplatzierter hervor tat. Im Schnitt wurde die Gesamtheit der Research-Häuser mit der Note 2,81 bewertet. 14 Interviewpartner ließen die Frage unbeantwortet, vorherrschend aufgrund des Mangels an für eine Beurteilung notwendiger Informationen.

5.10 Alternativen zu unternehmensfinanziertem Research

Es bieten sich für Small & Micro Cap Werte auch zahlreiche andere Möglichkeiten, die relevanten Zielgruppen mit adäquaten Informationen zu versorgen und damit die eigene Visibilität im Kapitalmarkt zu verbessern. Die institutionellen Investoren nennen an erster Stelle Road Shows respektive One-on-One-Gespräche, die regelmäßig durchgeführt werden sollten. Weiterhin empfehlen sie eine detailliertere Informationsversorgung insbesondere über den Geschäftsbericht. Als wichtiger Bestandteil eines guten Kapitalmarktauftritts wird auch die regelmäßige Teilnahme an Kapitalmarktkonferenzen gewertet. Es kristallisiert sich heraus, dass für viele institutionelle Investoren eine kontinuierliche und ehrliche Investor Relations Arbeit ein Kaufresearch durchaus zu ersetzen vermag. Die Frage wurde offen gestellt, also keine Maßnahmen vorgegeben.

Ausgewählte Zitate

„Die Unternehmen sollten an den üblichen Kapitalmarkt-Foren teilnehmen, beispielsweise denen der Deutschen Börse oder der DVFA.“

„Die Vorstände sollten sich die Zeit nehmen, um Kontakte zu Investoren zu pflegen und ihr Unternehmen auf Road Shows zu präsentieren.“

„Unternehmen sollten intensiv Öffentlichkeitsarbeit betreiben, eine qualitativ hochwertige Website bereitstellen und einen guten IR-Zugang bieten.“

„Es muss eine faire Kommunikation geben und geliefert werden, was angekündigt ist.“

„Die Unternehmen sollten ausführliche Geschäftsberichte liefern, mit vernünftigem Exkurs über das Geschäft, seine Chancen und Risiken sowie Stärken und Schwächen.“

„Die Informationsqualität, zum Beispiel eine gute Unternehmenspräsentation, ist das A und O.“

„Da für mich die Bewertung in einem Kaufresearch generell irrelevant ist, kann das Unternehmen genauso gut selbst Informationen über das Geschäftsmodell, seine Branche, etc. per Berichte, Präsentationen oder Website bereitstellen.“

„Regelmäßige Informationen über telefonische Kontaktaufnahme und Road Shows in verschiedenen Städten sind sehr wichtig.“

„Kleine Werte sollten Präsenz auf allen relevanten Kapitalmarktkonferenzen zeigen.“

6 Resümee

Small & Micro Cap Werte fallen durch das Sieb der Sell-Side Analyse-Abteilungen bedeutender Investmentbanken. Die hier entstehende Lücke wird von den banken-unabhängigen Research-Häusern gefüllt, indem sie gegen Honorar – bezahlt vom jeweiligen analysierten Unternehmen – Studien anfertigen, die den Investoren zur Verfügung gestellt werden. Und hier ist das Dilemma: Das sogenannte Kaufresearch hat es bis heute nicht geschafft, den Makel des Interessenkonfliktes abzustreifen und kämpft mit einem nicht zu übersehenden Mangel an Glaubwürdigkeit bei relevanten Zielgruppen.

Die Untersuchung hat eindeutig ergeben: Kaufresearch, von der Mehrheit der befragten institutionellen Investoren bejaht und in ihrer Arbeit eingesetzt, dient den professionellen Nutzern in erster Linie dazu, ein besseres Verständnis zum Unternehmen und seinem Marktumfeld zu gewinnen. Die von den Analysten in den Studien abgegebenen Bewertungen und Empfehlungen sind eher sekundär. So muss die Frage gestellt werden, ob Kaufresearch seinen eigentlichen Sinn nicht verfehlt und das dafür aufgewandte Geld fehlinvestiert ist. Eine in diese Richtung gehende These ist aus unserer Sicht zwar zu weit gesprungen, doch im Rückschluss daraus und unter Berücksichtigung der hier von den Befragten abgegebenen Wertungen muss die Funktion von Kaufresearch neu definiert werden. Kaufresearch kann ein Bestandteil einer guten, sprich ebenso transparenten wie kontinuierlichen und ehrlichen Investor Relations Arbeit sein, mit der sich ein Unternehmen in Zahlen, Daten und Fakten vorstellt, sein Produktportfolio erläutert und seinen Markt darstellt, damit die relevanten Zielgruppen jene Informationen an der Hand haben, eine eigene Bewertung durchführen und eine Investmententscheidung treffen zu können. Durchaus eine wichtige Aufgabe.

Wenn unabhängige Research-Häuser die Funktion ihrer Analysen erweitern, also auch in ihren Empfehlungen bei den institutionellen Investoren gehört werden wollen, sollten sie noch einige Arbeit leisten, um die hierfür notwendige Glaubwürdigkeit aufzubauen. Oberstes Gebot ist, so der Tenor der Untersuchung: Die unabhängigen Research-Häuser müssen eben jene Finanzwelt-Tugend an den Tag legen, welche die Community unisono und gleichbleibend akzentuiert von börsennotierten Gesellschaften verlangt – Transparenz. Hier sind übrigens ebenso die beauftragenden Unternehmen gefordert. Sie müssten diesen Prozess stützen. Ansonsten dürfte es wohl dabei bleiben, dass unternehmensfinanziertes Research in punkto Empfehlung allenfalls private Anleger erreicht. Das kann eigentlich nicht gewollt sein.

Über die IR.on AG

Die IR.on AG ist als Beratungsgesellschaft für Investor Relations und Finanz PR insbesondere auf die Bedürfnisse von Small und Micro Caps fokussiert. Über die Vernetzung in der Financial Community und mit Hilfe einer kontinuierlich aktualisierten Investorendatenbank werden den Kunden systematisch neue Kontakte zu potentiellen Investoren vermittelt.

Das im Jahr 2000 gegründete Unternehmen mit Sitz in Köln und Frankfurt am Main ist inhabergeführt. Die Berater der IR.on AG vereinen Erfahrungen aus über 150 Kommunikationsprojekten und Kapitalmarkttransaktionen sowie aus fortlaufender Investor Relations Arbeit für Kunden aus unterschiedlichen Branchen.

Impressum

IR.on AG
Investor Relations
WDR Arkaden – Auf der Ruhr 2
D-50667 Köln
Tel.: +49 221 91 40 970
info@ir-on.com
www.ir-on.com

Kontakt

Regina Zeferer
regina.zeferer@ir-on.com
Tel.: +49 221 91 40 973

