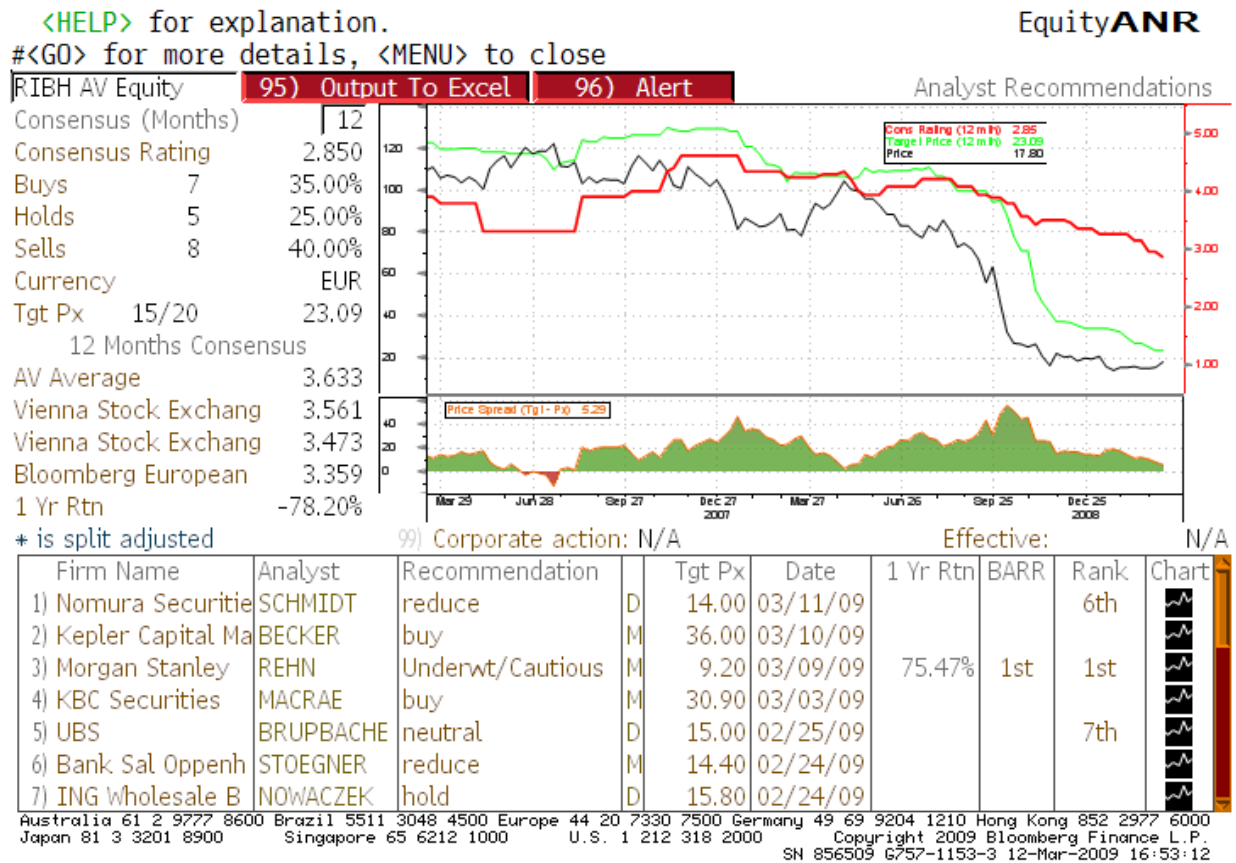




SECURITY

Kapitalanlage Aktiengesellschaft

Auszug aus der Indikatorenstudie der Security KAG - Analystenschätzungen -



Analyse per 30. September 2008 (Update: 13. März 2009)

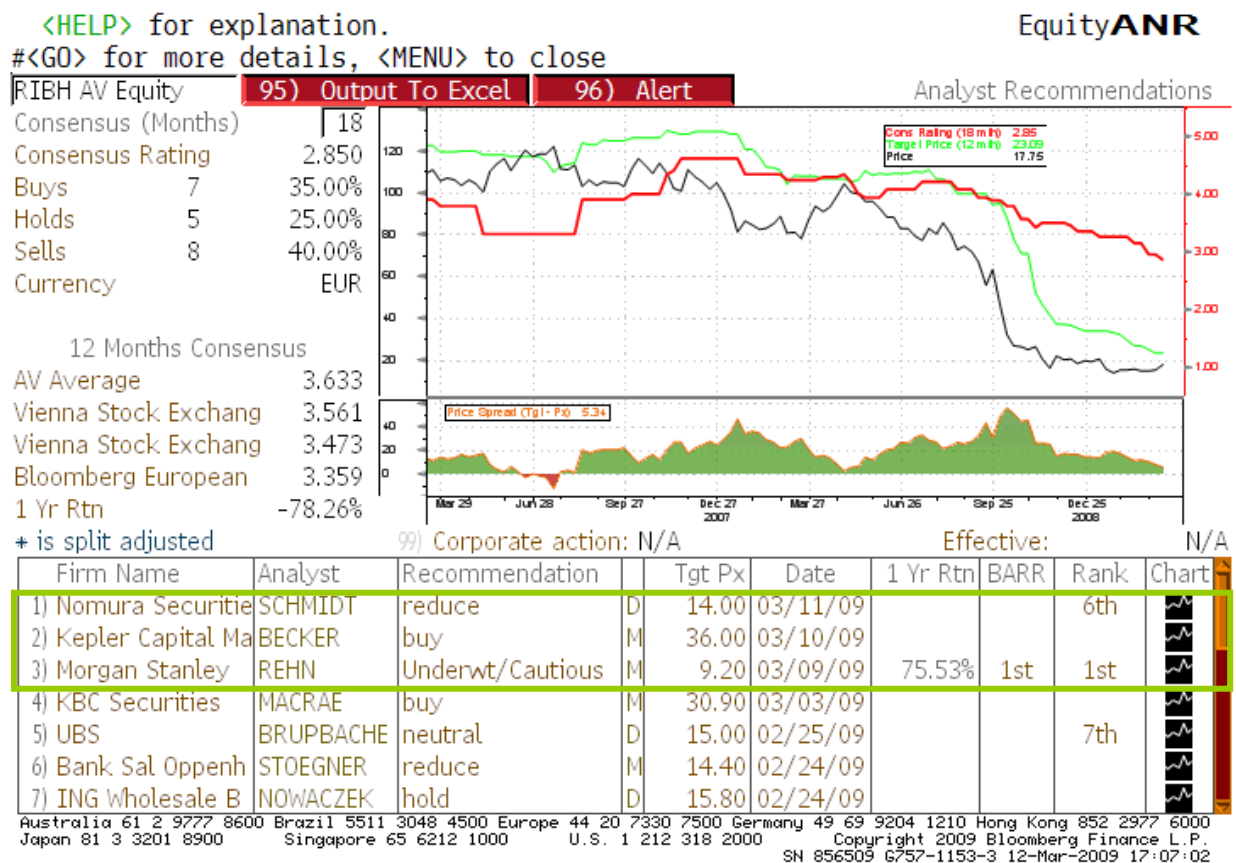
Inhaltsverzeichnis

1.	Ausgangssituation	3
2.	Vorgaben Studie	5
3.	Ergebnisse der Studie	6
3.1	Ermittlung des Marktsentiment.....	6
3.2	Detailanalyse auf Einzeltitelbasis	7
4.	Conclusio.....	17

1. Ausgangssituation

Viele Analysten behaupten, aufgrund qualitativer und quantitativer Analysen die Attraktivität einer Aktie bestimmen zu können und damit in der Lage sind, einen Mehrwert zu erzielen. Schon die Beobachtung herkömmlicher „Recommendations“ zeigt aber große Schwankungen der Preisprognosen einzelner Häuser. Am Beispiel der österreichischen Raiffeisen International wird das besonders deutlich sichtbar:

Abbildung 1: Analystenrating der Raiffeisen International (Quelle: Bloomberg)



Der „faire“ Preis liegt laut Analysen renommierter Research-Häuser zwischen EUR 9,20 und EUR 36,00, obwohl sämtlichen Analysten die gleichen Daten zur Verfügung stehen und innerhalb von 72 Stunden publiziert wurden. Aufgrund der extremen Schwankungen der Preisprognosen ist bereits erkennbar, dass sich weitere Analysen auf Durchschnittsratings beziehen müssen.

Abbildung 2: Exemplarische Analysteneinschätzung der Raiffeisen International im Zeitraffer (Quelle: Bloomberg)



Wir haben uns im Interesse unserer Kunden dazu entschlossen, uns dieser Thematik gebührend zu widmen und dahingehend eine umfassende Analyse im Rahmen unserer Indikatorenstudie ausgearbeitet.

2. Vorgaben Studie

Bei der Datensammlung wurde der Fokus bewusst auf die größten und gängigsten Indizes gelegt. Der Grund für die willkürliche Auswahl der Indizes Standard & Poors 500 (Sentimentanalyse) bzw. MSCI World (Detailanalyse) liegt in der Internationalität sowie der ausreichenden Datenverfügbarkeit, die gewährleistet, dass hiermit sämtliche renommierten Investmenthäuser und Analysten für repräsentative Studien herangezogen werden konnten.

Es wurden die vorliegenden Analysteneinschätzungen zusammengefasst und nach den gängigen Methoden in drei Bereiche untergliedert:

- Buy-Rating
- Hold-Rating
- Sell-Rating

Um die Aussagekraft der Studie zu erhöhen, wurden unsere Analysen auf Basis der historischen Indexzusammensetzungen „out of sample“ erstellt. Der Zeitraum der Analyse umfasst mit 1. März 2001 bis 30. September 2008 den zeitlichen Umfang von mehr als sieben Jahren und beinhaltet die typischen Marktphasen Bullen-, Bären- sowie Seitwärtsmarkt.

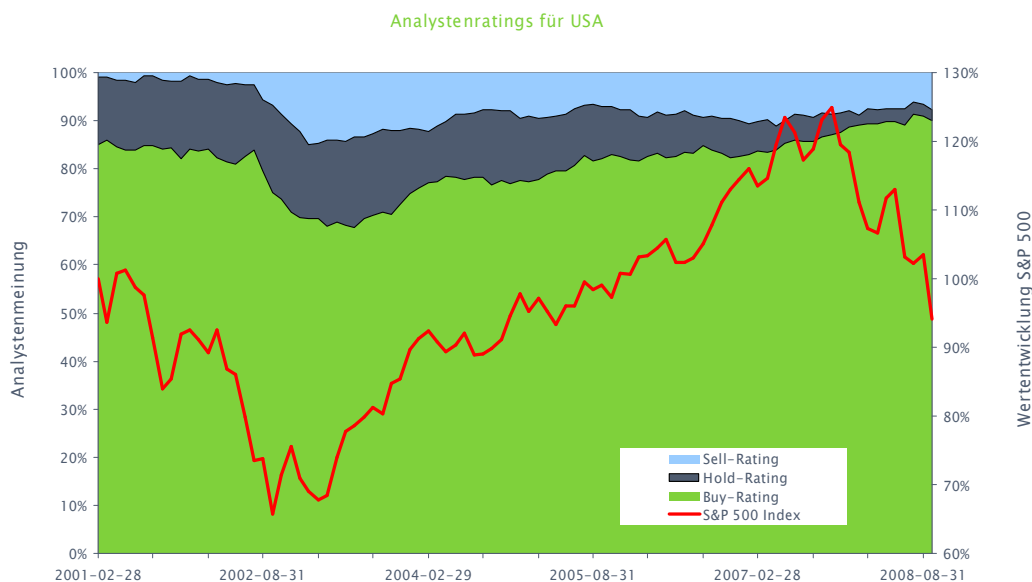
Ziel der Studie ist eine statistische Untersuchung der durchschnittlichen Analysteneinschätzung, auf die explizierte Verifizierung der Prognosefähigkeit einzelner Analysten, insbesondere der Signifikanz der Trefferquote, wurde verzichtet.

3. Ergebnisse der Studie

3.1 Ermittlung des Marktsentiment

Um eine Aussage über das generelle Stimmungsbild der Analysten zu eruieren, haben wir im ersten Schritt dieser Studie sämtliche Analysteneinschätzungen aller im gegenwärtigen Zeitpunkt im Index befindlichen Titel zusammengefasst und kumuliert dargestellt.

Abbildung 3: Generelle Einschätzung der Analysten über sämtliche Aktien des S&P 500 (Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen)



Wie man der Abbildung 3 entnehmen kann, sind unabhängig von der Marktphase zumindest zwei Drittel sämtlicher Analysteneinschätzungen mit einem „Buy-Rating“ versehen.

Überraschend ist zudem, dass Analysten mit ihren Ratingveränderungen zwei Monate dem Gesamtmarkt hinterherlaufen. Die entsprechende Korrelationsanalyse (Korrelation = 0,30 mit signifikantem! t-value von 2,88) lässt darauf schließen, dass nicht wie erwartet die Analysten die Marktentwicklung prognostizieren sondern im Gegenteil der Markt die Analysteneinschätzung - mit Verspätung - beeinflusst.

3.2 Detailanalyse auf Einzeltitelbasis

Zusätzlich der unter Punkt 3.1 durchgeführten Sentimentanalyse wurde die Studie wie folgt erweitert:

Das Vorliegen einer numerischen Kennzahl (Analystenrating) ermöglicht die direkte Vergleichbarkeit von Attraktivitätseinschätzungen verschiedener Aktien. Aufgrund dieses Faktums zogen wir ein internationales Portfolio als Ausgangsbasis für unsere Analysen heran und nahmen sowohl eine regionale als auch sektorale Untergliederung vor.

Als Basis dafür dient der MSCI World, in dem die größten Unternehmen der Welt zusammengefasst werden. Als Analysezeitraum fungiert auch hier die Periode vom 1. März 2001 bis 30. September 2008. Das Aktienuniversum wurde in 40 Peergroups untergliedert, auf die sich in weiterer Folge unsere Auswertungen stützen werden. Die Gewichtung der Aktien innerhalb der Subsamples erfolgt zu gleichen prozentuellen Anteilen.

Jedes Sample setzt sich nun aus dem laut Analystenmeinung besten Quartil an Aktien zusammen, welches einem monatlichen Rebalancing – entsprechend den neuen Analystenvorgaben – unterzogen wird. Durch dieses Procedere ist es möglich, die Analysteneinschätzungen in fiktive Aktienportfolios zu überführen. Zur Verbesserung der Aussagekraft der Ergebnisse wurde jeder Peergroup ein entsprechendes Benchmarkportfolio gegenübergestellt, welches sich, bis auf die Gewichtung aller Titel anstelle des Top-Quartils, nach gleichem Schema errechnet.

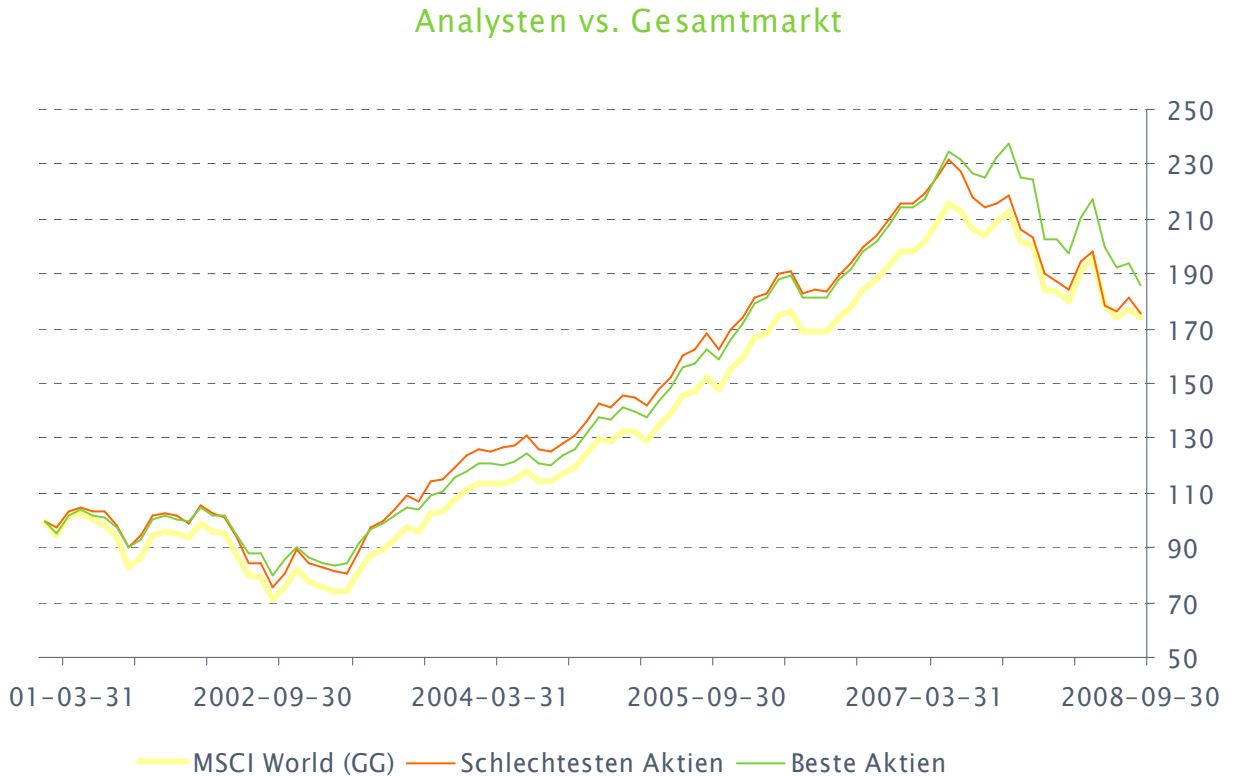
Der Vergleich der einzelnen Peergroup- mit den jeweiligen Marktportfolios zeigt, dass keines der 40 Subsamples eine signifikante Outperformance aufweist.

Aus Gründen der Vollständigkeit erfolgte die Ermittlung eines Gesamt-Analystenindex via Hochaggregation sämtlicher Subportfolios entsprechend der Peergroup-Gewichtungen des MSCI World. Die Berechnung der Benchmark (=

MSCI World GG) erfolgt unter Berücksichtigung sämtlicher Titel nach demselben Berechnungsschema. Auch dieser Vergleich zeigte keine signifikante Outperformance des Analystenportfolios.

Anzumerken ist, dass sich die Ergebnisse der einzelnen Peergroups unwesentlich vom hochaggregierten Gesamtergebnis unterscheiden, welches in den weiterführenden Analysen exemplarisch dargestellt wird.

Abbildung 4: Darstellung des Gesamtergebnisses (Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen)



In der Abbildung 4 ist ersichtlich, dass man in der Vergangenheit in der Lage war, mit einer Investmententscheidung, die ausschließlich auf Basis von Analysteneinschätzungen getroffen wird, den Gesamtmarkt zu übertreffen. Auffallend ist aber, dass bis Mitte 2007 kein wesentlicher Performance-Unterschied zwischen den dem Top-Quartil (beste Aktien) und Worst-Quartil (schlechteste Aktien) zu erkennen ist und sich die jeweiligen Portfolios nahezu im Gleichklang entwickeln.

Abbildung 5: Tabellarische Darstellung des Ergebnisses (Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen)

Testprotokoll – Studie Einzelindikatoren **Indikator: Analystenranking**
 Testphase: 28.02.2001 bis 30.09.2008

Kennzahlen:	Portfolio-Best	Portfolio-Worst	Benchmark GG
kum. Perf.	85,85%	75,68%	73,78%
annual. Perf.	8,17%	7,43%	7,29%
Volatilität	13,18%	14,64%	14,72%
Max. Draw Down	-27,03%	-33,70%	-37,03%
max. Recovery Periode (months)	18	16	29
Sharpe Ratio (risk free: 4 %)	0,32	0,23	0,22
Return/Risk	0,62	0,51	0,50

Mit dem Portfolio-Best (Top-Quartil laut Analysteneinschätzungen) konnte im Berichtszeitraum die zugrundeliegende Benchmark (MSCI World GG) übertroffen werden. Zusätzlich weist dieses Portfolio geringere Draw-Downs und damit verbunden ein besseres Risikoverhalten auf. Verblüffend ist allerdings, dass auch das schlechteste Quartil den Vergleichsindex übertreffen konnte.

Abbildung 6: Darstellung Portfolio Best vs. Vergleichsindex (Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen)

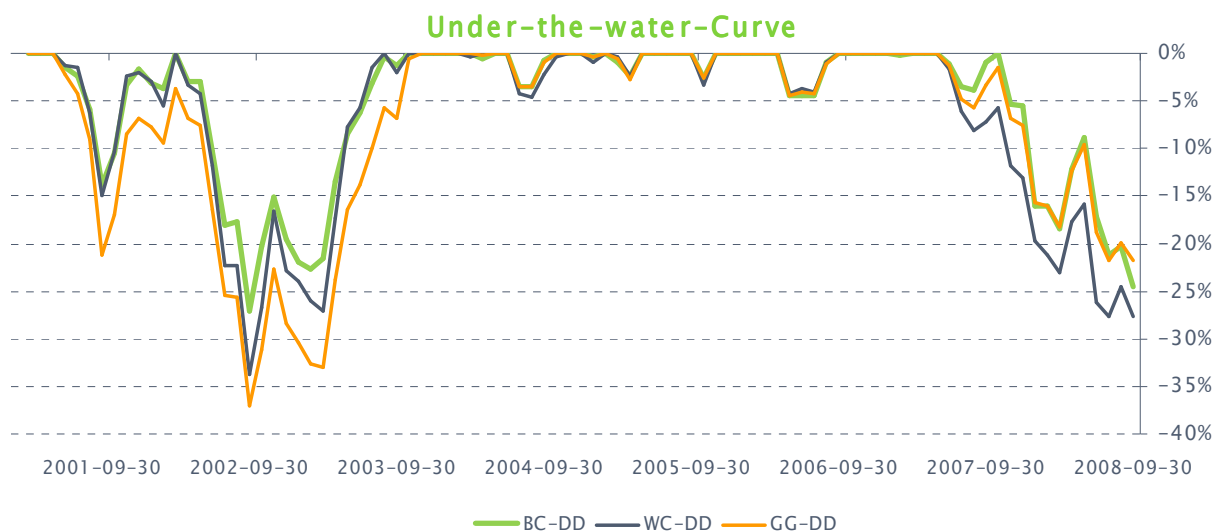
Portfolio-Best vs. Benchmark			
Korrelation	0,98		
Beta-Gesamt	0,87		
Alpha-Gesamt	0,0015		
Bull-Beta	0,80		
Bull-Alpha	0,0051		
Bear Beta	0,85		
Bear Alpha	-0,0005		
Tracking Error – MSCI World GG	3,37%	t-Value	0,72
Information Ratio (rel. Perf./TE)	0,26		76,43%

Bei genauerer Betrachtung des Ergebnisses erweist sich die dargestellte Performance als nicht signifikant (siehe t-value). Aufgrund dessen können wir die Hypothese der Prognosefähigkeit der Analystenschar verwerfen. Weiters anzumerken ist, dass sowohl das Bull- als auch das Bear-Beta deutlich unter 1 liegen und daher von einer defensiven Portfoliogestionierung ausgegangen werden kann. Zu bedenken sollte dem kritischen Beobachter zusätzlich geben, dass das Bull-Beta kleiner ist als das Bear-Beta.

Abbildung 7: Darstellung Kennzahlen nach Behaltdauer (Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen)

Kennzahlen nach Behaltdauer:	1-Monat	3-Monate	6-Monate	12-Monate
1. Portfolio – best				
min:	-10,49%	-16,64%	-27,03%	-22,29%
max:	8,19%	15,46%	22,30%	36,78%
mean:	0,68%	2,21%	4,77%	11,06%
median:	1,08%	3,61%	6,72%	16,79%
VAR-90:	-5,58%	-9,73%	-12,08%	-14,75%
VAR-99:	-9,12%	-16,49%	-21,62%	-29,36%
2. Benchmark GG				
min:	-12,04%	-20,65%	-33,38%	-29,42%
max:	9,36%	19,30%	26,98%	43,26%
mean:	0,61%	1,93%	4,19%	10,12%
median:	1,02%	3,38%	6,61%	16,07%
VAR-90:	-6,38%	-11,44%	-15,15%	-19,31%
VAR-99:	-10,34%	-19,00%	-26,10%	-35,97%

Abbildung 8: Risikoverhalten der Portfolios (Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen)



Wie man der Abbildung 8 entnehmen kann, sind die Draw-Downs des Anlystenportfolios (Best Case) geringer ausgefallen ist als der Rückgang des Vergleichsindex. Besonders deutlich fällt der Unterschied im Bear-Markt (bis März 2003) aus.

Abbildung 9: Risikoverhalten der Portfolios (Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen)

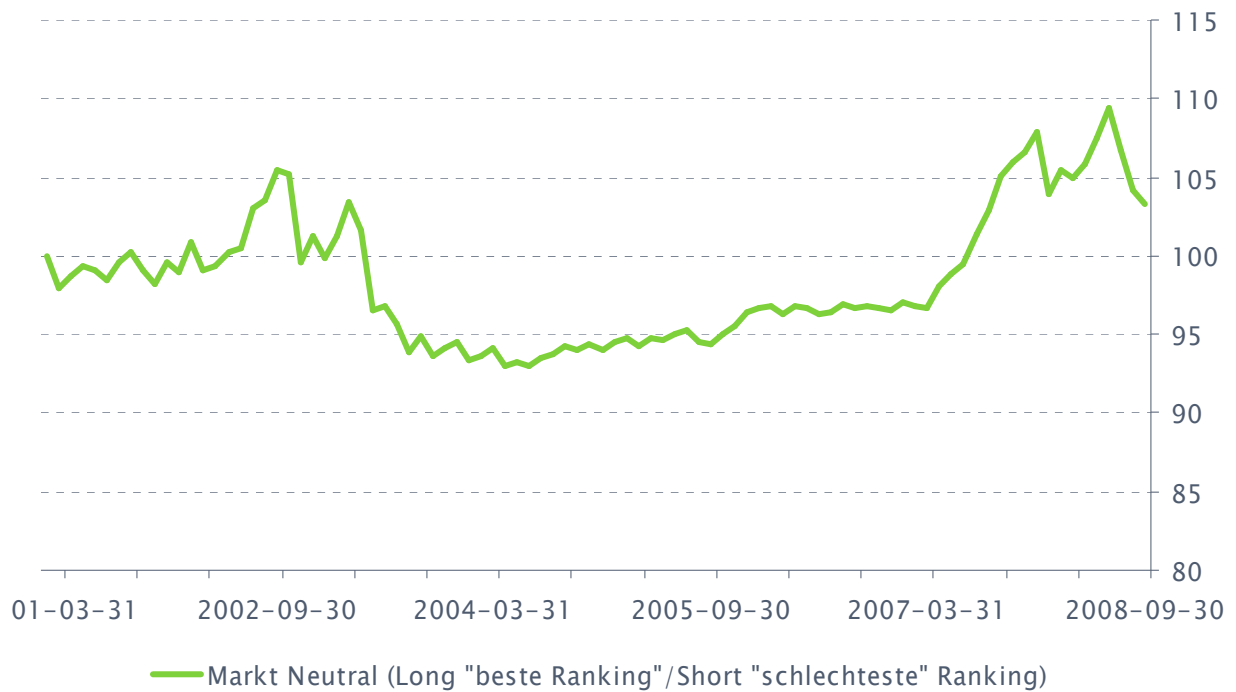
Häufigkeitsverteilung der Renditen p.m.



Die Häufigkeitsverteilung der Monatsrenditen weist eine ähnliche Struktur wie der Gesamtmarkt auf. Das Phänomen der sogenannten „Fat-Tails“ tritt auch hier in Erscheinung.

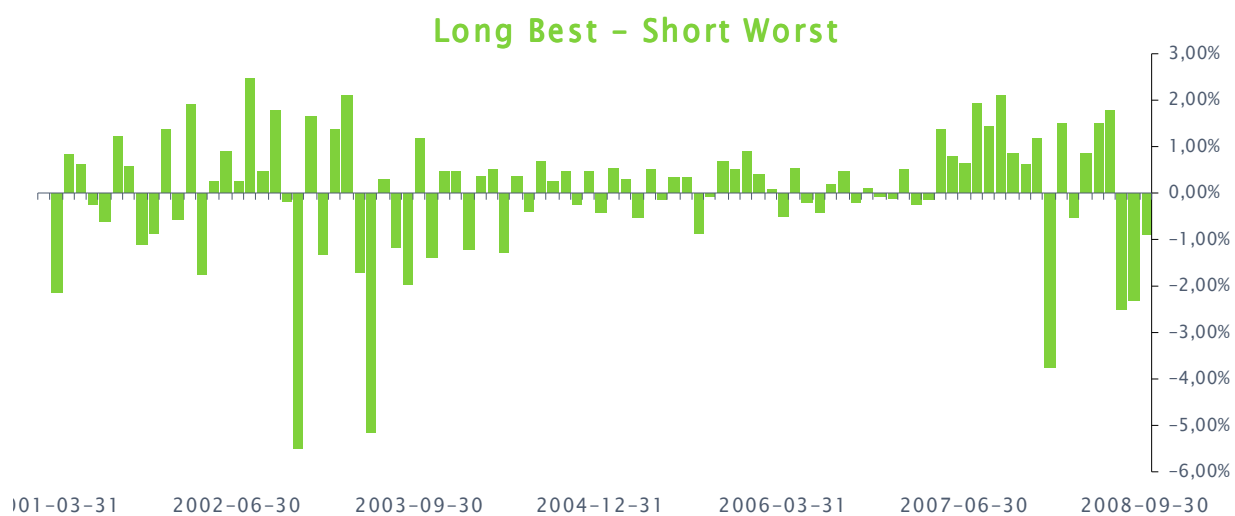
Abbildung 10: Marktneutrales Portfolio (Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen)

Analysten vs. Gesamtmarkt



Um die Prognosefähigkeit eines Indikators zu messen, haben wir in unsere Indikatorenstudie zusätzlich eine Analyse inkludiert, die auf Basis einer marktneutralen Positionierung (long bestes Quartil/short schlechteste Quartil) erstellt wird. Wie man der Abbildung 10 entnehmen kann, ist der Mehrwert dahingehend enden wollend.

Abbildung 11: Marktneutrales Portfolio – monatliche Performance (Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen)



Auch bei der Betrachtung der monatlichen Performance des marktneutralen Portfolios sind extreme Draw-Downs ersichtlich, die vor allem bei Trendwechselln (März 2003) bzw. im Krisenzeiten (Juli bis September 2008) auftreten.

Abbildung 12: Gesamtübersicht – kumulierte Performance bzw. Quotient (Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen)

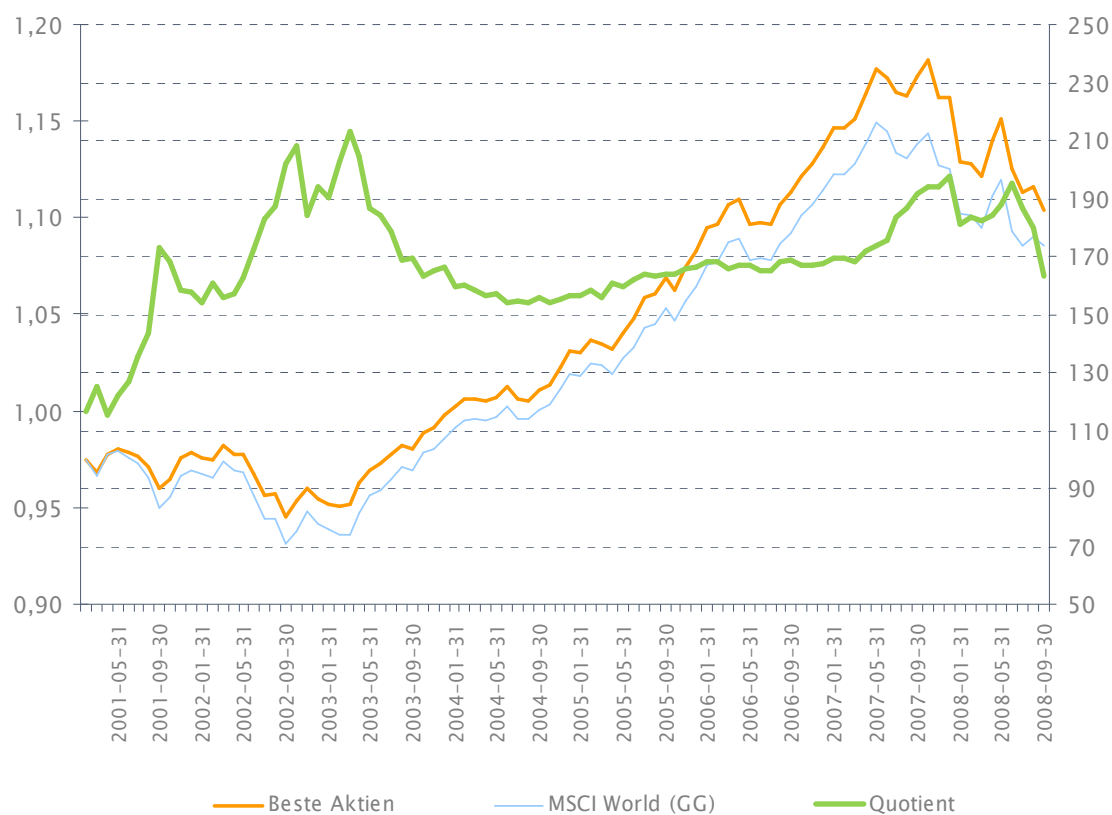
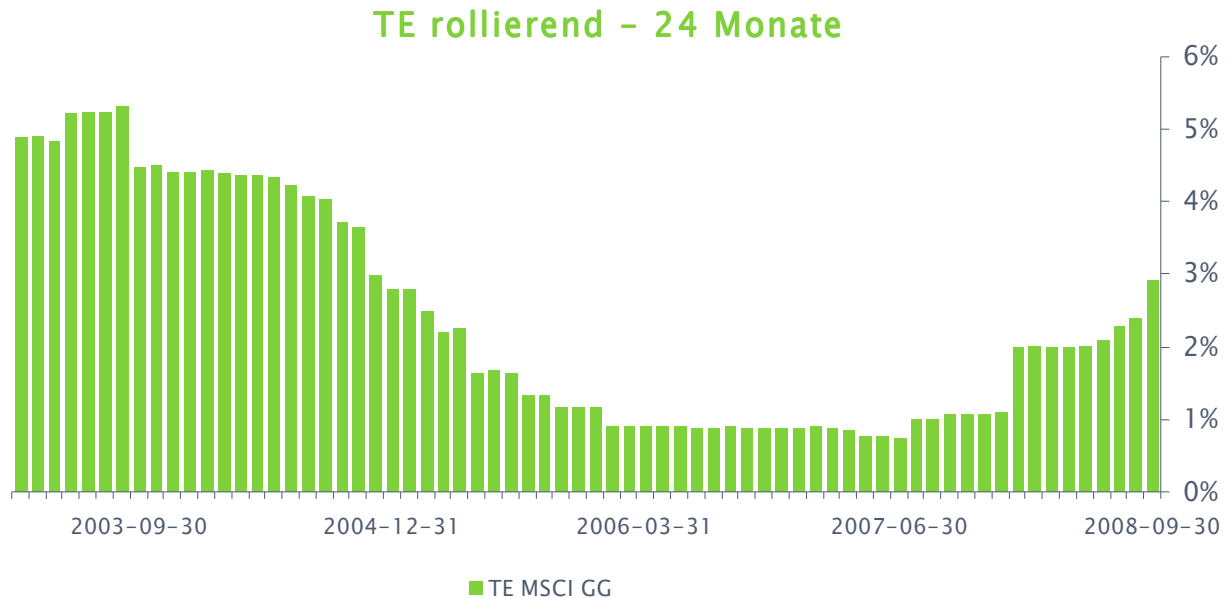


Abbildung 13: Tracking-Error Verhalten gegenüber dem Vergleichsindex (Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen)



In unsere Indikatorenstudie haben wir zusätzlich das Tracking-Risiko eingebaut, und dahingehend einen rollierenden zweijährigen Tracking-Error berechnet bzw. grafisch dargestellt. Das Tracking-Risiko hat sich innerhalb der Analyseperiode sukzessive reduziert. Ausschlaggebend dafür ist vor allem die Indexzusammensetzung des Vergleichsindex. Zu Beginn der Berichtsperiode waren ca. 1000 Titel im MSCI World inkludiert – im Laufe der Zeit hat sich die Aktienzahl sukzessive erhöht. In der Spitze waren knapp 2000 Unternehmen im weltweiten Aktienindex gewichtet. Nachdem unsere Analyse auf Basis von Quartilen durchgeführt und die Portfoliogestionierung auf monatlicher Basis adaptiert wurden, schwankt auch die Aktienzahl des Analystenportfolios sehr stark. Die Anzahl der berücksichtigten Titel im Portfolio stieg von 250 auf knapp 500 Aktien an. Zusätzlich wurde der Tracking-Error dadurch beeinflusst, dass gerade im ersten Bärenmarkt unseres Analysezeitraums (bis März 2003) ein wesentlicher Teil der Outperformance erwirtschaftet werden konnte.

4. Conclusio

Aufgrund unserer tiefgreifenden Analysen sind wir zu dem Schluss gekommen, dass Analysteneinschätzungen (Composite Rating) als Entscheidungsgrundlage kritisch zu hinterfragen sind, da die Analystenschar in Summe in der Vergangenheit keine signifikante Prognosefähigkeit beweisen konnten und zusätzlich prozyklisches Verhalten zeigten.

Als weiterer Unsicherheitsfaktor ist die Zusammensetzung des Analysten-Composite-Ratings anzuführen, da sowohl die Anzahl als auch die jeweiligen Personen sich in Zeiträufen ändern und dahingehend die Historie nicht dem Status Quo entspricht.

Josef Obergantschnig, CIIA

Graz, 13. März 2009