

Investor Relations

„Take a walk on the Buy-Side“

Neue Konstellationen im Zusammenwirken von Fondsmanagern und Brokern – Auswahl der Investoren stärker in die eigene Hand nehmen

Von Joachim Fleing*)

Börsen-Zeitung, 19.5.2007

Das Zusammenwirken zwischen Buy Side und Sell-Side hat sich in den letzten Jahren insbesondere in den USA stark verändert. Im Folgenden sollen – nach kurzer Einschätzung der Relevanz für die Investor-Relations-Praxis – die neuen Arbeitsweisen auf der Buy-Side und deren Konsequenzen für die Broker skizziert und ein Blick auf die Entwicklung in Deutschland geworfen werden.

Sich mit der Zusammensetzung des Aktionärskreises zu befassen ist für die Investor-Relations-Verantwortlichen der börsennotierten Gesellschaften nach wie vor eine tägliche Aufgabe. Große Unternehmen binden vielfach erhebliche Kapazitäten, um in eigenen Datenbanken und mit laufender Recherche ein umfassendes Bild der Investorenlandschaft vorzuhalten. Für die Vermittlung des Kontakts zur Buy-Side sind kleinere Gesellschaften hingegen meist auf Broker angewiesen. Die Auswahl dieser Kontakte und damit deren Wert für die eigene Finanzierungsstrategie ist aber häufig für die Unternehmen nicht transparent und erst ex post festzustellen.

Diese Tendenz wird dadurch verstärkt, dass sich die Arbeitsweisen der Fonds verändern und damit auch die Anreize und das Vorgehen der Broker. Das traditionelle Geschäft aktiv gemanagter Fonds, das nach wie vor die Fundamentalanalyse als Kraftzentrum versteht, geriet nicht erst durch die Übertreibungen im Technologie- und Internetsektor unter Druck, um so mehr aber litt es in der darauf folgenden Phase schwacher absoluter Performance.

Seitens der Fondsgesellschaften wuchs die Neigung, sich von der Persönlichkeit

der Fondsmanager und ihrer individuellen Leistung abzukoppeln und die Investitionsentscheidungen ausgeklügelten Rechenprogrammen zu überantworten oder sich schlicht an Märkte oder Indizes zu binden. Auf der anderen Seite stiegen die Hedgefonds mit ihrer überlegenen Performance von Außenseitern zu äußerst erfolgreichen Konkurrenten um die Mittel der Anleger auf. Damit nicht genug: Der öffentliche Druck auf die Branche nach Ermittlungen wegen Unregelmäßigkeiten und massive Mittelabflüsse nicht nur aus den betroffenen Fonds zwangen die Führungen der Fondsgesellschaften zu handeln. „Unter diesen Bedingungen“, folgert Bill Jenks, Partner der Beratungsfirma Makinson Cowell, „waren die Fonds gut beraten, ihre Transparenz zu verbessern und ihre Transaktionskosten, Provisionen und Trading-Praktiken auf den Prüfstand zu stellen.“

Kosten im Visier

Die offenkundigen Kosten (also die klassischen Provisionen für die Broker) gerieten ebenso ins Visier wie die versteckten. Der „Market Impact“, also die Folgen der Kauf- oder Verkaufsauftrag auf den Kurs, steht für rund drei Viertel der Transaktionskosten auf der Buy-Side. Er hängt von der Liquidität des jeweiligen Finanzinstruments ab und von der Diskretion der Ausführung, die eine rasche Reaktion anderer Marktteilnehmer verhindert. Die Broker als die ausführenden Agenten und Intermediäre zwischen Fonds und Markt spüren den Druck bei beiden Kostendimensionen, und sie sehen sich zur Anpassung an die neuen Anforderungen gezwungen.

Auf breiter Front griffen die Fonds nach Mitteln des Insourcing: Verstärktes

eigenes Research, Aufbau und intensive Nutzung eigener Handelsabteilungen und -systeme, Anonymisierung und Stückelung der eigenen Transaktionen. Seit Mitte der neunziger Jahre haben sich die durchschnittlichen Provisionen pro gehandelte Aktie halbiert, und sie sind weiter unter Druck. Denn nur noch für große und komplexe Transaktionen werden die persönlichen Dienste der Broker regelmäßig in Anspruch genommen und immer noch gut bezahlt – alle weitgehend automatisierten Handelsvorgänge liegen preislich erheblich niedriger.

Von High Touch zu Low Touch

Die damit einhergehende Emanzipation der Fondsmanager von ihren Brokern führt tendenziell zu einer deutlichen Veränderung in den Beziehungen beider. Bill Jenks unterscheidet zwischen dem überkommenen High-Touch-Modell und dem nun vorwaltenden Low Touch: „Die Buy-Side-Firmen haben eigene Handelskapazitäten aufgebaut und kommen ohne oder mit nur sporadischem Kontakt zu den Händlern der Sell-Side aus. Die verbliebenen Geschäfte sind für diese aber unaufwendiger, und daher werden die niedrigeren Provisionen auch akzeptiert.“ Er verweist auf Untersuchungen, denen zufolge nur noch rund 20% der Orders klassisch über Telefon aufgegeben werden. Aber: Die Sell-Side lebt, und gar nicht einmal schlecht. Während der traditionelle Aktienhandel zu dem Bereich mit den geringsten Margen und Wachstumsraten wurde, machen Banken und Brokerhäuser auch mit der Auflage eigener Derivate und Zertifikate ein gutes Geschäft, forcieren den Handel auf eigene Rechnung oder suchen sich zahlungswilligere Kunden.

Unter dem Begriff des Prime Broking hat sich in der Branche eine neue Full-Service-Dienstleistung etabliert. Oder doch eine, die das erwähnte High-Touch-Modell um weitere Spezialitäten erweitert und sich an eine andere Kundschaft wendet. Wer nämlich für komplexe Geschäfte gerne auf Dienste Dritter zurückgreift, für deren souveräne Ausführung gern gutes Geld bezahlt und sich scheut, eigene Abwicklungskapazitäten aufzubauen: das sind die Hedgefonds.

Ihnen geht es weniger um den bloßen Kauf oder Verkauf von Papieren als vielmehr um Wertpapierleihe für Short-Strategien, um Kredite für Hebeltransaktionen und zur Wachstumsfinanzierung oder um alternative Zugangsmöglichkeiten zu frischem Kapital. In diesem Geschäft, das nur auf engster Zusammenarbeit basieren kann, erhält die Gruppe führender „Prime“-Broker von ihrer handverlesenen Kundschaft wieder vorzügliche Provisionen. In diesem Geschäftsmodell erweisen sich selbst mittlere und kleine Hedgefonds als lukrativere Partner als die meisten großen, traditionellen Investment- oder Pensionsfonds.

Keine Dreingabe mehr

Im Gegenzug fokussiert auch die Sell-Side ihre Kapazitäten auf die Kundengruppen, die die besten Margen verheißt. Auch Research ist daher nicht mehr wohlfeile Dreingabe. Die Analyseteams müssen ihre Gehälter täglich rechtfertigen, und der beste Weg dazu ist die direkte Verwertung der Studien in Umsatz mit Auftragsgebern auf der Buy-Side. War es noch vor wenigen Jahren gang und gäbe, dass die Unternehmen Studien und Updates auch renommierter Häuser auf ihren Webseiten zum Herunter-

laden bereitstellen durften, so sind die Genehmigungen der Researchteams für eine kostenlose Weiterverbreitung ihrer Arbeitsergebnisse mittlerweile rar gesät. Auch in Deutschland und Europa weist der Trend in die gleiche Richtung, wie Dirk Meisel bestätigt. Der Leiter Equity Sales bei HSBC Trinkaus & Burkhard beobachtet, wie die Kooperation in engmaschigem Netzwerk der klaren Performanceorientierung weicht: „Für die Fondsmanager zählen nur noch drei Dinge: Alpha, Alpha und nochmals Alpha. Sie geraten in dem Maße weiter unter Druck, wie die Performance immer stärker personalisiert wird.“

Sie geben diese Anforderungen an das Research weiter. Sektorteam zum Beispiel werden immer häufiger gemischt aufgestellt, und Portfoliomanager nehmen direkt an den Diskussions- und Entscheidungsprozessen teil. Ihre praktischen Erfahrungen sollen die Überlegungen der Analysten stärker an den Markterfordernissen ausrichten.

Strengste Diskretion

Strengste Diskretion wird erwartet und herbeigeführt. Die Hoffnung der Buy-Side auf den winzigen Vorsprung, den ihnen das One-on-one mit der Unternehmensleitung einträgt, lässt sie Wege suchen, ihn um keinen Preis mit anderen teilen zu müssen. Zwar wird den Brokern die Teilnahme an Gesprächen zwischen Fondsmanager und Unternehmensleitung noch nicht durchgängig untersagt, aber in vielen Fällen bleibt ihnen die Tür verschlossen.

Für die direkte Kooperation der Sales-Leute mit den Fondsmanagern sieht Dirk Meisel daher vor allem zwei Chancen: Vertrauen aufbauen durch durch-

gängig lupenreine Arbeit und Konzentration auf die Gatekeeper-Funktion der Sell-Side. Denn gerade wenn der direkte Kontakt mit dem Management der Buy-Side-Vorteile verheißt, dann wird derjenige seine Position stärken, der in der Lage ist, interessante und passende Unternehmen zur rechten Zeit präsentieren zu können.

Gewichte verschoben

Was folgt daraus für die Investor Relations? Offenbar haben sich die Gewichte verschoben. Die Sell-Side sieht ihre Aufgabe tendenziell weniger darin, Unternehmen Zugang zu den richtigen Investoren zu ermöglichen, als vielmehr umgekehrt darin, ihren bevorzugten Fonds den zeitigen Zutritt zum Management performanceträchtiger Unternehmen zu verschaffen. Viele kleine und mittlere Unternehmen treffen auf ihren Roadshows inzwischen mehr Hedgefonds als Investmentfonds – nicht weil diese sich nicht mehr für die Unternehmen interessieren, sondern weil jene besser zahlen.

Auch die Investor-Relations-Manager der Mid und Small Caps tun folglich gut daran, die Auswahl der richtigen Investoren noch stärker in die eigene Hand zu nehmen als ohnehin schon. Die Kooperation im Dreieck Sell-Side, Unternehmen, Buy-Side wird anspruchsvoller, und der „walk on the buy-side“ muss intern besser vorbereitet werden als je zuvor.

*) Dr. Joachim Fleing war Vorstand des DIRK von 2001 bis Dezember 2002.