
Unabhängige Analysten?

Rezension von: Jan Elmenhorst, Jost W. Kramer, Beeinflussung von Wertpapiermärkten durch Analystenkommentare

– Konfliktpotenziale und Lösungsansätze, Rainer Hampp-Verlag, München und Mering 2006, 105 Seiten, € 17,80.

Am 13. März 2000 gab es einen bemerkenswerten „Spiegel“-Titel. In Anlehnung an Pieter Breughels berühmten Turmbau zu Babel konnte man den damals aktuellen hektischen Börsenboom als Luftschloss aus Firmenlogos, umrankt von den düsteren Wolken eines drohenden Kursgewitters, entlarvt sehen. Der zugehörige Artikel im Inneren des Blattes ließ keine Zweifel offen. Wer damals sofort seine Aktien verkaufte, wurde vom Krach des März 2000 und der darauf folgenden mehrjährigen Baisse auch kaum betroffen. Übrigens hatte es, wie in solchen Fällen üblich, Warnungen vor dem drohenden *Crash* schon Monate zuvor gegeben: Am Europäischen Forum Alpbach wurde etwa Ende August 1999 bereits eine einschlägige Studie des Instituts für Höhere Studien präsentiert.

Im Katzenjammer nach dem Zusammenbruch der spekulativen Blase um die New Economy und infolge diverser Gerichtsverfahren in den USA wurde dann schmerzliche Nabelschau betrieben, und ihr verdankt das vorliegende Buch viel von seinem informativen und spannenden Inhalt: Da wurde – wieder einmal – das problematische Naheverhältnis von Investmentbanken und börsengängigen Unternehmen aufgezeigt, da ging es um die keineswegs uneigennützigen Ratschläge, zu kaufen oder wenigstens zu „halten“, mit

denen abhängige Analysten ihre Kleinkunden zu „betreuen“ pflegten etc.

Elmenhorst und Kramer erläutern zunächst die Grundlagen des *Investment Banking* und dessen hauptsächliche Geschäftsfelder, nämlich die Mittlerrolle der Investmentbanken bei Emissionen und deren Platzierung bei den Investoren, die Anlegerberatung, die Beratung bei Fusionen und Übernahmen. Hier wird bereits vermerkt, dass *Research* (die Tätigkeit der Analysten) kein eigenes Geschäftsfeld einer Investmentbank darstellt. Die Analysten agieren freilich nicht im interessenfreien Raum: Man spricht von *Buy-Side*- und *Sell-Side*-Analysten. Die Ersteren veröffentlichen ihre Berichte aber weit seltener als die von den Banken bezahlten Analysten der *Sell Side* – und darin liegt ein großes Problem.

Elmenhorst und Kramer zitieren u. a. aus dem nach dem Krach vom Frühjahr 2000 erstellten Bericht des New Yorker Generalstaatsanwaltes Eliot Spitzer über eine Reihe von Investmentbanken, in dem es heißt: „Research analysts were acting as quasi-investment bankers for the companies at issue ... producing misleading ratings that were neither objective nor independent as they purported to be.“ Die so genannten *Chinese Walls*, die bankenintern die Unabhängigkeit der Analysten garantieren sollten, existierten offenbar nur auf dem Papier. Unternehmen wie Enron scheuten nicht davor zurück, massivst zu intervenieren, wenn ein Analyst ihre Aktien auf „Halten“ herabstufte, wie das Merrill Lynch 1999 tat – daraufhin wurde der Analyst ausgetauscht und die Aktie wieder auf „Kaufen“ eingestuft (S 16f).

Offensichtlich sind die Analysten des Emissionskonsortiums auch in der Zeit nach der Emission (nach Ablauf der so genannten *Quiet Period*) systematisch

mehr zur Kaufempfehlung bereit als ferner stehende Analysten. Das führte u. a. auch nach dem Börsengang von Premiere TV zu hitzigen Diskussionen in Deutschland.

Vieles, was Elmenhorst und Kramer darlegen, kommt dem wirtschaftsgeschichtlich Interessierten ziemlich bekannt vor. Ist nicht „gefärbte“ Information immer schon ein unausrottbarer Bestandteil des Börsengeschehens gewesen, und das speziell in Phasen, in denen spekulative Blasen schon knapp vor dem Platzen stehen, die gut Informierten längst ans Verkaufen denken und erste Warnungen durch immer schrillere Meldungen in den Medien übertönt werden sollen? Hat man nicht sogar in den Monaten vor dem Wiener Krach von 1873 „unabhängigen“ Journalisten unter der Hand Aktienpakte von Unternehmen zugeschanzt, die zunächst hochgejubelt wurden und sich bald darauf als Gründungsschwindel entpuppten?

Elmenhorst und Kramer offerieren letztlich eine Lösung für das Problem

der abhängigen Analysten, nämlich die Entgeltlichkeit und damit (erhoffte) größere Unabhängigkeit des von den Analysten betriebenen „Research“. Wer Charles Kindlebergers Klassiker „Manias, Crashes and Panics“ gelesen hat, wird freilich ein wenig skeptisch bezüglich der Realisierbarkeit einer solchen Objektivierung sein. Zu groß sind die Vorteile, die, wenigstens kurzfristig, aus „gefärbter“ Information zu lukrieren sind. Gottlob gibt es allerdings, inmitten der dubiosen Triumphberichte, auch das eine oder andere „negativistische“ Medium à la „Spiegel“, das rechtzeitig Alarm schlägt.

Das schmale, aber gehaltvolle Buch widmet sich Fällen von „Paradeunternehmen“ und erklärt viele Fachausdrücke der Börsiansprache. Leider klammert es aber die einschlägige historische Erfahrung – zu der etwa auch gehört, das nach einem großen Crash reguliert, und in der Euphorie des Superbooms wieder dereguliert wird – aus dem Betrachtungshorizont aus.

Robert Schediwy