

CHRISTIAN SCHNELL

HANDELSBLATT, 7.6.2004

FRANKFURT/M. Was als ultimative Trennung zwischen Investmentbanking und Analyseabteilung gedacht war, entpuppt sich in der Praxis mehr und mehr als „Eiertanz“, wie es kürzlich ein Investmentbanker formulierte. Gemeint sind speziell die für die USA geltenden IOSCO-Principles für Sell-Side-Analysten und die Börsengang-Prinzipien der Deutschen Börse. Beide haben in der Konsequenz zur Folge, dass Investmentbanker und Analysten inzwischens penibel darauf achten, bei Neuemissionen bloß nicht zusammen zu arbeiten oder überhaupt miteinander in Verbindung gebracht zu werden.

In der Praxis zeigt sich das bereits beim Werben um Konsortialmandate bei Börsenkandidaten, dem so genannten „Pitching“. Noch in den Hype-Zeiten der Jahre 1999 und 2000 traten Investmentbanker dort gemeinsam mit einem Stab von Analysten an. Dabei galt ein Analyst mit gutem Namen oftmals als Werbeträger, der manche Entscheidung zugunsten eines Instituts beeinflussen konnte. Beim Pitching um die Emissionen des Jahres 2004 ist längst kein Analyst mehr dabei. Der kommt dann, wenn die Investmentbanker fertig sind.

Grundlage dafür sind die so genannten IOSCO-Principles für Sell-Side-Analysten, die Ende September vergangenen Jahres in den USA vorgestellt wurden. Konkret geht es dabei um einen möglichen Interessenkonflikt zwischen Analysten und ihrem Arbeitgeber, die Integrität von Analysten und ihren Studien sowie den Hinweis an die Investoren, in welchem Interessenkonflikt sich Analysten befinden. In vielen Fällen, in denen Investmentbanker und Analysten bei Börsenkandidaten gemeinsam auflaufen, sei es möglich, dass dabei „gefällige“ Studien gesprochen werden und damit ein Anreiz gegeben wird, das Man-

dat doch an die entsprechende Bank zu vergeben, heißt es dort. Informationsbarrieren zwischen Investmentbanking und Analyseabteilung sind die Konsequenz. Die Banken können so nicht mehr mit Gefälligkeitstudien werben und die Analysten sind beim Pitching ihrer Investmentkollegen außen vor. Da die meisten deutschen Börsenkandidaten des Jahres 2004 auch eine Privatplatzierung in den USA planen, halten auch sie sich an die Regeln.

Retailbanken sind unglücklich, dass sie vor einer Emission keine Studien an die Öffentlichkeit geben dürfen.

Während sich die Konsequenzen aus den IOSCO-Regeln im Vorfeld der Emission und für den Investor weitgehend unbeobachtet abspielen, ist das bei den Going-Public-Grundsätzen der Deutschen Börse anders. Sie regeln, dass die an einer Emission beteiligten Banken spätestens zwei Wochen vor dem öffentlichen Angebot bis spätestens 30 Tage nach der Notierungsaufnahme keine Analystenstudien verteilen dürfen.

Diese so genannte „Blackout-Period“ führte zuletzt in der Konsequenz dazu, dass Studien vor Beginn dieser Frist an Institutionelle Investoren versandt wurden, Kleinanleger und die Medien hingegen leer ausgingen. Da den Fondsgesellschaften und Anlageberatern jedoch die Informationsgrundsätze der Emissionsbanken egal sind, gelangten die Studien relativ schnell nach Erscheinen auch an die Medien, die daraus zitierten.



Chinese Walls: Bei Börsengängen sind Analysten der Konsortialbanken nicht mehr dabei. Damit soll verhindert werden, dass die Banken den Börsenaspiranten gefällige Studien versprechen.

„Gerade Retailhäuser wie die Landesbanken und die genossenschaftlichen Dachinstitute sind mit dieser Konstellation überhaupt nicht glücklich“, sagt ein Emissionsberater. Und auch bei etlichen Geschäftsbanken hat seiner Meinung nach inzwischen ein Umdenkprozess eingesetzt. Hintergrund ist, dass viele Analysten ungehalten sind, wie sie in der Presse zitiert wurden, da dort viele Studien nur in Auszügen vorlagen. „Da wurde auf Basis dieser Aus-

züge anschließend sehr viel über eine angemessene Bewertung und über Perspektiven des Unternehmens spekuliert, was ebenfalls nicht in unserem Sinne war“, sagt ein Analyst.

Gerade die Retailbanken haben deshalb bereits erste Schritte unternommen, um dagegen anzugehen. Eine Landesbank beispielsweise hat kürzlich Pressevertreter geladen, um ihnen eine Analystenstudie zu einer Neuemission vorzustellen,

diese anschließend jedoch nicht in Schriftform verteilt. Und die DZ Bank hat sich kürzlich öffentlich dafür stark gemacht, auch der Presse im Vorfeld der Emission Studien zur Verfügung zu stellen. „Der geeignete Zeitpunkt zum Versand an die Presse ist dabei nach Durchführung des Pre-Marketings und vor Beginn der Blackout-Period zu sehen“, schrieb Managing Director Axel Pohlücke gerade in einem Beitrag für das Magazin „Going Public“.