

beziehen und nutzen. Dieser Frage geht Herr Richter im Rahmen einer empirischen Untersuchung des deutschen Aktienmarktes für die Jahre 1997 bis 2002 nach.

Der erste, theoretische Teil ordnet zunächst die direkte und indirekte Aktienanlage der

Analysten von anderen Berufen ab und geht dann auf einige bekannte Fälle von Analystenfehlverhalten ein. Dann wird geklärt, was Anleger von Analysten überhaupt erwarten dürfen. Informationseffizienz, Informationsparadox, Interessenkonflikte und psychologische Urteilsverzerrungen müssen bei den Leistungserwartungen berücksichtigt werden. Aus dem Beziehungsgeflecht der Analysten zu Anlegern, Anlageinstitutionen, Banken, Unternehmen, Kollegen, Berufsverbänden, Aufsichtsbehörden und zur Öffentlichkeit lassen sich zwei Thesen ableiten: Analysten tendieren zum Optimismus, neigen aber auch in dem Sinne zur Trägheit, dass sie Prognosen veröffentlichen, die schon zur Marktentwicklung passen.

Die Thesen werden an über 140.000 Empfehlungen von mehr als 2.200 Analysten zu 585 deutschen Aktien aus den Jahren 1997 bis 2002 überprüft. Schon die deskriptiven Ergebnisse dieser Stichprobe, der größten ihrer Art in Europa, erlauben interessante Einblicke. So waren Aktien des Neuen Marktes ab 1999 für die Analysten offenbar attraktiver als die amtlich gehandelten Werte. Bemerkenswert ist auch die Dominanz von Bestätigungen der Empfehlungen gegenüber Empfehlungsänderungen im Verhältnis 9:1. Bei den Empfehlungsänderungen überwiegen die Herabstufungen, was nicht zur These vom Analystenoptimismus zu passen scheint.

Die Empfehlungen sind überwiegend zutreffend und weitgehend konsistent, kommen aber etwas zu spät. So gesehen mögen die Anleger mit den Analysten zufrieden sein. Aber Kursgewinne, die über die Transaktionskosten hinausgehen, können sie mit dem Analystenrat meist nicht erlangen. Von einem Versagen der Analysten insgesamt kann also keine Rede sein. Die Kritik an den Aktienanalysten sollte diese Ergebnisse berücksichtigen.

Bei aller wissenschaftlichen Distanz bringt die Arbeit die Analysten dem Leser näher. Als Schluss drängt sich auf, dass die Analysten sich mit ihren abgestuften Empfehlungen eine Etikette geschaffen haben, die es ihnen erleichtert, die Balance in ihrem Beziehungsgeflecht zu halten. Der Markt versteht das und nimmt ihre Empfehlungen abgeschwächt auf. Die Etikette reduziert die Informationsrisiken und senkt die Informationskosten, was dem Aktienmarkt und damit der ganzen Wirtschaft zugute kommt.

Hartmut Schmidt