

**Westpfahl & Spilker
Rechtsanwälte**

München

Leipzig

Der Neue Markt ist tot, es lebe endlich der neue Markt!

- Das Ende des Neuen Marktes, eine verpaßte Chance? -

Rechtsanwalt Dr. Ulrich Wastl, München

Dezember 2002

Inhaltsverzeichnis

Rechtsanwalt Dr. Ulrich Wastl, München

Der Neue Markt ist tot, es lebe endlich der neue Markt!

- Das Ende des Neuen Markts, eine verpaßte Chance? -

Zum Status Quo S. 1

Zur Historie S. 2

Zum Handlungsbedarf S. 2

Fazit S. 4

Der Neue Markt ist tot, es lebe endlich der neue Markt!

- Das Ende des Neuen Markts, eine verpaßte Chance? -

Zum Status Quo

Mit einem in Fachkreisen seit langem erwarteten, gleichwohl für die breitere Öffentlichkeit überraschenden Paukenschlag verkündete die Deutsche Börse AG im September das Ende des Neuen Markts sowie des Marktsegments SMAX. Gleichzeitig kündigte sie die Errichtung zweier neuer Handelsplattformen unter den Bezeichnungen „Prime Standard“ sowie „Domestic Standard“ (nunmehr: „General Standard“) an. Doch bei Lichte betrachtet, verbirgt sich hinter dieser vermeintlichen Innovation nur ein halbherziger Versuch, die Kapitalmärkte für kleinere und mittelständische Unternehmen zu optimieren. So geht die wohl ganz überwiegende Mehrheit der bislang bekannt gewordenen Einschätzungen aus dem kapitalmarktpraktischen Umfeld folgerichtig davon aus, daß seitens der Deutsche Börse AG hier letztlich nichts anderes präsentiert wird, als das gleiche Spiel unter neuem Namen.

Aber auch die in Ansehung dieser Vorgänge laut gewordenen kritischen Stimmen verkennen die eigentlichen, weit tiefer gehenden Ursachen der Fehlentwicklungen am und im Neuen Markt sowie in sonstigen mittelstandsorientierten Marktsegmenten. Bereits die Grundstruktur der entsprechenden Märkte mag zwar für die Schwergewichte unter den börsennotierten Unternehmen sinnvoll sein, betreffend die Etablierung eines funktionierenden Kapitalmarkts für mittelständische und kleinere Unternehmen ist sie schlicht nicht geeignet.

Natürlich muß in diesem Zusammenhang die vielfach gestellte Frage erlaubt sein, welche haftungsrechtlichen Konsequenzen aus dem Verhalten der Emissionsbanken im und am Neuen Markt gezogen werden müssen. Unverständlich bleibt je

* Dr. Ulrich Wastl ist Partner der Sozietät Westpfahl & Spilker - München, Leipzig -; mehr Informationen über den Autor sowie seine Sozietät enthält deren Web-Site unter www.westpfahl-spilker.de

doch bereits, weshalb diese Frage nicht mit der gleichen Vehemenz im Hinblick auf die teilweise erschreckende Qualität der Arbeit der stets im Vorfeld von Börsengängen testierenden Wirtschaftsprüfer diskutiert wird. Kritisch hinterfragt werden muß selbstverständlich auch, welche Auswirkungen das Ende des Neuen Markts auf das weitere Schicksal der speziell auf dieses Marktsegment ausgerichteten Fonds hat.

Doch allein diese Diskussionen können und werden, selbst wenn sie eine weitere Optimierung der neuen Segmente „Prime Standard“ und „General Standard“ unter diesem Blickwinkel zur Folge hätten, keine dauerhaft überlebensfähigen Märkte in diesem mittelstandsorientierten Kapitalmarktbereich generieren.

Zur Historie

Deshalb zunächst ein kurzer Blick in die Vergangenheit: Im Jahre 1997 trafen sich neben hunderten von Kapitalmarktexperten exponierte Vertreter der Wirtschaft, der Politik sowie insbesondere auch des Bankensektors und feierten die unmittelbar vor der Verwirklichung stehende - wie wir heute wissen, vermeintliche - Revolution „Neuer Markt“. Eine Vielzahl sachkundiger Experten ließ keinen Zweifel daran, daß der Neue Markt aus ihrer Sicht der optimale Quantensprung des deutschen Kapitalmarkts und somit der sprichwörtlich „große Wurf“ sei. Nur einer der damaligen Redner, Paul Berwein, der Maverick unter den deutschen Frei(!)maklern, wenn nicht sogar über Jahrzehnte hinweg des deutschen Aktienmarkts insgesamt, äußerte nicht nur Kritik, sondern prophezeite dem Neuen Markt schon 1997 sein jetzt Realität gewordenes Schicksal. Leider behielt er recht.

Zum Handlungsbedarf

Eine Diskussion über die notwendigen grundlegenden Strukturveränderungen fand jedoch trotz dieser mahnenden Worte und nicht nur der desaströsen Entwicklung des Neuen Markts, sondern generell des kläglichen Scheiterns aller Versuche, in Deutschland einen funktionierenden Kapitalmarkt für kleinere und mittelständische Unternehmer zu etablieren, nicht statt. Worin bestehen aber nun die generellen Strukturdefizite des Neuen Markts, des SMAX sowie der angekündigten neuen Marktsegmente?

Um nur einige wesentliche zu nennen:

- Zunächst ist zu konstatieren, daß bereits die Orientierung all dieser klassischen Marktmodelle an der orderbasierten Kurs- bzw. Preisfeststellung („order-driven“) nicht geeignet ist, den tatsächlichen Anforderungen eines Kapitalmarkts für kleinere und mittelständische Unternehmen gerecht zu werden. Dies hat zwar wohl auch die Deutsche Börse AG grundsätzlich erkannt, die auf dieser Erkenntnis basierende Etablierung des sogenannten „Designated Sponsors“ stellt insoweit allerdings lediglich einen halbherzigen, wenn nicht sogar untauglichen Versuch dar. Wie exemplarisch gerade auch das Beispiel NASDAQ zeigt, können entsprechende Märkte sinnvollerweise wohl nur in der Form des sogenannten „Market-Maker-Systems“ („quote-driven“) organisiert werden.
- Zudem wäre es nun auch an der Zeit, endlich offen und ohne Vorbehalte darüber zu diskutieren, ob die multifunktionale Stellung der Banken im Hinblick auf den Versuch, einen funktionierenden Kapitalmarkt für kleinere und mittelständische Unternehmen zu etablieren, nicht kritisch hinterfragt werden muß. Die bisherigen Erfahrungen legen den Schluß nahe, daß zumindest in die entsprechende Marktorganisation in weit stärkerem Maße bankenunabhängige Maklergesellschaften bzw. Finanzdienstleistungsunternehmen einbezogen werden müssen. Ob und inwieweit die existierenden bankenunabhängigen Finanzdienstleister hierzu jedoch in der Lage sind, bedarf einer ebenso schonungslosen und kritischen Betrachtung.
- Ein weiterer zentraler Gesichtspunkt ist in der trotz – oder gerade wegen - des Schielens auf den Zufluß internationalen Kapitals unerläßlichen Regionalisierung mittelstandsorientierter Kapitalmärkte zu sehen. Im Hinblick auf derartige Bestrebungen war und ist die Deutsche Börse AG ein Hemmschuh. Diese Feststellung vermag andererseits jedoch nicht zu entschuldigen, daß die stetig an Bedeutung verlierenden Regionalbörsen die hiermit verbundene Chance bis zum heutigen Tage nicht erkannt haben, jedenfalls aber nicht mit der Realisierung entsprechender tragfähiger Konzepte begonnen haben.

- Last but not least: Jedes Marktsegment bedarf einer fundierten juristischen Basis; rechtliche Lücken, wie sie sich beispielsweise in den Auseinandersetzungen betreffend das Delisting sogenannter „Penny-Stocks“ gezeigt haben, müssen, soweit irgend möglich, tunlichst vermieden werden. Diesbezüglich stellt gerade auch die ausschließlich privatrechtliche Organisation einer Handelsplattform für kleinere und mittelständische Unternehmen außerhalb des Anwendungsbereichs des Börsengesetzes eine bislang, aufgrund welcher deutscher Spezifika auch immer, vernachlässigte Chance dar.

Fazit

Diese ersten grundsätzlichen und gezwungenermaßen programmatischen Anmerkungen mögen verdeutlichen, daß die bisher geführten Diskussionen über die Konsequenzen des Todes des Neuen Marktes auf Raten zwar durchaus ihre Berechtigung haben, sich gleichwohl aber noch nicht mit dem Kern der Problematik beschäftigen. Nach wie vor fehlt in Deutschland ein funktionierender Kapitalmarkt für kleinere und mittelständische Unternehmen; auch die neuen Markenzeichen „Prime Standard“ und „General Standard“ stellen keine dauerhaft erfolversprechenden Lösungsansätze dar. Sie sind nichts anderes als das „Schaf im Wolfs-, oder gar Bärenpelz“. Kleinere und mittelständische Unternehmen sowie insbesondere auch die viel beschworenen, tatsächlich überlebensfähigen Technologieunternehmen warten nunmehr in Deutschland seit Jahren, wenn nicht sogar Jahrzehnten, auf die Etablierung eines funktionierenden Kapitalmarkts. Der entsprechende Bedarf dürfte zu keinem Zeitpunkt in Deutschland größer und dringender gewesen sein als heute. Basel II, der Wegfall der Gewährträgerhaftung im Sparkassensektor und viele andere Entwicklungen im Bereich deutscher Unternehmensfinanzierung hätten einen innovativen Umgang mit den Lehren aus dem Scheitern des Neuen Markts sowie des SMAX erfordert. Es ist hoffentlich noch nicht zu spät!