

Es ist inzwischen vier Jahre her, daß Alan Greenspan mit Blick auf die spektakuläre Hausse auf den Aktienbörsen die Anleger vor „irrationalen Überschwang“ warnte. Damals notierten der Dow-Jones-Index bei 6400 und der Technologie-Index Nasdaq bei 1300 Indexpunkten. Die Märkte ließen sich von derartigen Warnungen aber nicht beeindrucken. Erst im Frühjahr dieses Jahres erreichten der Dow-Jones mit 11 800 und der Nasdaq mit 5100 Indexpunkten ihren Gipfel. Während der Dow-Jones danach kurzfristig 20% einbüßte und sich anschließend wieder erholte, verlor der Nasdaq bis Anfang Dezember die Hälfte seines Wertes.

Noch dramatischer war die Kehrtwende in Deutschland. Während der DAX von seinem Höchststand von 8100 bis Anfang Dezember um 20% sank, sackten der NEMAX-all-share von 8600 und der NEMAX-50 sogar von 9700 vorübergehend auf unter 3000 Indexpunkte ab. Für Ökonomen, die an ihrer Weisheit, daß sich an den Aktienbörsen eine riesige Blase gebildet habe, allmählich zu zweifeln begannen, erscheint die Welt wieder in Ordnung. Zur Schadenfreude besteht dennoch kein Anlaß, denn die Börsen sind ungeachtet ihrer Ähnlichkeit ökonomisch von erheblich größerer Relevanz als Spielkasinos.

Der Neue Markt hat seine ökonomische Bedeutung als Finanzierungsquelle der "New Economy", deren Motor die ständige Gründung neuer Unternehmen ist. Dabei gehört der Gang an die Börse in der Regel bereits zum späteren Stadium des Gründungsgeschehens. An ihrem Anfang steht die Finanzierung durch Beteiligungskapital. Erst nach erfolgreicher Markteinführung tritt das Unternehmen an die Börse, wobei die Aufnahme von Kapital häufig nicht nur der Finanzierung der weiteren Expansion dient, sondern auch den primären Kapitalgebern die Möglichkeit gibt, ihren Kapitaleinsatz zu liquidieren, um ihn wieder in neuen Unternehmen anzulegen. Die Funktion des Neuen Marktes besteht somit nicht zuletzt darin, daß die Aussicht auf einen erfolgreichen Börsengang privates Beteiligungskapital für die



Hans-Hagen Härtel

## Bereinigung auf dem Neuen Markt

Gründungsphase mobilisiert. Die Überlegenheit der USA gegenüber Europa kommt unter anderem darin zum Ausdruck, daß dort im Jahre 1999 rund 100 Mrd. DM an Beteiligungskapital aufgebracht wurden gegenüber erst 6 Mrd. DM in Deutschland.

Die Etablierung des Börsensegmentes „Neuer Markt“ in Deutschland hatte somit große wachstumspolitische Bedeutung. Die Deutsche Börsen AG war sich durchaus bewußt, daß der Erfolg dieses Schrittes damit steht und fällt, daß die Anleger in diesen Markt Vertrauen fassen. Deshalb stellte sie an die Gesellschaften, die in den NEMAX aufgenommen werden wollen, besondere Anforderungen an die Transparenz und Information. Überdies müssen sich mindestens zwei Banken als Betreuer bereit erklären und gegenüber den Anlegern gewissermaßen für ihre Schützlinge die Hand ins Feuer legen. Die Voraussetzung für den Erfolg des Neuen Marktes ist das Vorherrschen von Optimismus, der ständig dadurch genährt wird, daß sich die Phantasie der Anleger in den tatsächlichen Kursen grosso modo erfüllt oder sich – im Falle von Enttäuschungen – wieder belebt.

Der Start des Neuen Marktes in Deutschland war indessen so spektakulär, daß für jeden Einsichtigen das Illusionäre sofort ins Auge fallen mußte. Trotz aller Vorsichtsmaßnahmen bei der Selektion: Die

im NEMAX vertretenen Unternehmen bilden ein Sample von durchweg noch unbeschriebenen Blättern, von denen sich – nach allem, was wir von Gründungsbooms wissen – in der Zukunft viele als Tops, nicht wenige aber als Flops erweisen werden. Wenn sich der Wert dieses Portefeuilles in gut zwei Jahren fast verzehnfacht, dann ist ein gnadenloser Absturz geradezu vorprogrammiert. Wie konnte es dazu kommen? Auf der Suche nach den Ursachen kommt man an den Banken nicht vorbei.

Nach dem traditionellen Bild solider, konservativer und auf Sicherheit bedachter Banker hätte man erwarten können, daß von der Beratung und dem Anlageverhalten der Banken ein stabilisierender Einfluß auf die Entwicklung der Börsenkurse ausgehen würde. Geschehen ist das Gegenteil: Die Banken übernahmen die Rolle des Durchlauferhitzers. Man greift zu kurz, wenn man dahinter das für das Börsengeschehen typische Herdenverhalten vermutet. Die Analysten sind vielmehr durch einen Bias gekennzeichnet, durch den Hang, den für die Börse – und für das Emissions- und Vermögensberatungsgeschäft – lebenswichtigen Optimismus nicht nüchtern zu begründen, sondern schlichtweg herbeizuschreiben. Der Niedergang des NEMAX seit dem Frühjahr erfolgte nach der umgekehrten Echtenachter Springprozeßion: drei Sprünge zurück und zwei Sprünge vorwärts. Nach jedem Schritt vorwärts war die Zunft schnell dabei, den Start der neuen Rallye auszurufen und z.B. für das nächste Frühjahr ein Kursziel von 8000 für den NEMAX-all-share zu proklamieren.

Nach dem Rutsch auf unter 3000 glaubte man vor Panik warnen zu müssen. Mit welcher ökonomischen Begründung? Sollte der Index am Jahresende 3000 betragen, so entspräche dies einer Verdreifachung in drei Jahren oder einer jährlichen Rendite von 45%. Wenn man weiß, daß die Gesamtwirtschaft – gemessen am nominalen BIP – gegenwärtig um nicht einmal 5% pro Jahr expandiert, dann mag man eher an einen weiteren Rückgang als an eine neue Rallye glauben.