

Vor einigen Jahren wurde an der Frankfurter Wertpapierbörse der »Neue Markt« eingerichtet. Seither konnte er beachtliche Erfolge verbuchen. Seit einem Jahr kommt es allerdings zu Kursrückgängen und zu zahlreichen Kurseinbrüchen. Sollten die Anleger durch neue Regelungen besser geschützt werden?

Die finanzwirtschaftliche Funktion des Neuen Marktes sollte nicht vergessen werden

Zur Beantwortung der aktuellen Frage, ob der Neue Markt nach vier Jahren seiner Existenz eine neue Regulierung braucht, ist es nützlich, noch einmal einen Blick auf das Grundsatzproblem zu werfen, ob und wie das Börsenrecht in Deutschland prinzipiell reformiert werden sollte. Mit der grundsätzlichen Frage einer Börsenreform hatte sich das Gutachten von Hopt, Rudolph und Baum (1997, S. 3) auseinander gesetzt und dabei eine Förderung des Wettbewerbs gefordert, wonach es gelte, das Börsengesetz von einem Polizeigesetz zu einem »modernen Marktgesetz« fortzuentwickeln, das lediglich die Grundprinzipien des Börsenhandels festschreibt und im Übrigen Raum lässt für den Wettbewerb von Systemen, Produkten und Anbietern um Emittenten und Investoren. Eine gesetzliche Regulierung ist nur in dem Umfang erforderlich, wie Marktversagen durch Monopolbildung oder Externalitäten zu befürchten sind.« Diese Grundposition sollte auch weiterhin gelten, woraus bestimmte Vorgaben für eine mögliche Überarbeitung des Regelwerks des Neuen Marktes folgen.

Keine Monopolstellung

Der Neue Markt braucht daher zunächst einmal keine neue Regulierung, wenn man unter Regulierung eine Veränderung bzw. Verschärfung des Börsengesetzes versteht. Vielmehr sollte die Tendenz zur Selbstregulierung der Börsen gestärkt und aus dem – wenn auch dramatischen – Kursverfall der Jahre 2000 und 2001 nicht der Ruf nach dem Staat als ordnender Hand abgeleitet werden, quasi

als Strafe zur Beruhigung der spät eingestiegenen und jetzt besonders enttäuschten Anleger.

Insoweit ist es auch zu begrüßen, dass die Bundesregierung mit dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz keine Verschärfung des Börsengesetzes, sondern eine weitergehende Liberalisierung und insbesondere eine Neuordnung der Marktsegmente an der Börse anstrebt, wonach nur noch das oberste Marktsegment, der amtliche Markt, einer speziellen gesetzlichen Regelung unterworfen sein soll. Alle nachgelagerten Segmente sollen dagegen nicht mehr vordefiniert, sondern stattdessen der Selbstregulierung der Börsen anheim gestellt werden. Die Börsen hätten dann im Wettbewerb der Handelsplattformen Gelegenheit und Anreiz, durch die Etablierung alternativer Regelwerke den Wettbewerb um Listings und Umsätze auf den Handelsplattformen neu zu beleben.

Die Frage, ob der Neue Markt eine neue Regulierung braucht, kann also dahingehend präzisiert werden, ob die Deutsche Börse ihre selbst definierten Regelungen für den Neuen Markt reformieren sollte. Dabei ist davon auszugehen, dass sich der Neue Markt zwar als ein besonders erfolgreiches Börsensegment dargestellt hat, dennoch aber verschiedene in- und ausländische Wettbewerber und Kooperationspartner für neue Märkte existieren, so dass von einer Monopolstellung des Neuen Marktes nicht gesprochen werden kann. Monopolistische Tendenzen waren in den vergangenen Jahren allerdings durchaus zu erkennen, wenn sowohl Emittenten als auch Investoren wie magisch von diesem einen Marktsegment angezogen wurden und die Teilnahme al-



Bernd Rudolph*

* Prof. Dr. Bernd Rudolph ist Lehrstuhlinhaber an dem Seminar für Kapitalmarktforschung der Universität München.

lein schon für die Emittenten und Anleger als Erfolgsgarant erscheinen mochte. Aus ökonomischer Perspektive stellt es sich als sinnvoll dar, dass nun wieder Alternativenvergleiche zu anderen Marktsegmenten stattfinden können und in der Tat bei den Emittenten ebenso wie bei den Anlegern auch angestellt werden. Hier könnten in Zukunft auch die Emissionshäuser eine heilsame Einflussnahme mit dem Ziel einer breiteren Diversifikation in verschiedene Börsen und Marktsegmente ausüben.

Anpassung der Spielregeln

Bei der Beantwortung der Frage, ob der Neue Markt eine neue Regulierung braucht, kann auch nicht außer Acht gelassen werden, dass die Deutsche Börse in den vergangenen Monaten verschiedene Änderungen ihres Regelwerkes für den Neuen Markt bereits verfügt hat. Sie wollte damit die Spielregeln des Marktes den veränderten Marktverhältnissen anpassen und damit auch auf das Verhalten der Marktteilnehmer einwirken. Die zum Januar des Jahres in Kraft getretene Verschärfung der Transparenzanforderungen sollte dem Markt die Überzeugung vermitteln, der Informationsstand über die jungen Unternehmen werde so angehoben, dass sich die Marktteilnehmer ein umfassenderes Bild von den finanzwirtschaftlichen und realwirtschaftlichen, also den fundamentalen Verhältnissen der notierten Unternehmen machen können. Die Einsicht in die Verhältnisse sollte auch das Vertrauen in die Erfolgsträchtigkeit der Unternehmen fördern und damit die Kurse stabilisieren. Zumindest für das erste Quartal 2001 haben sich solche Hoffnungen nicht erfüllt. Dennoch ist die Verbesserung des Informationsstandes zu begrüßen.

Neben der Verschärfung des Regelwerkes des Neuen Marktes

- hinsichtlich der Transparenzerfordernisse (Standardisierung der Quartalberichte)
- und der Veröffentlichung von Sanktionsmaßnahmen zum 1. Januar 2001 durch die Deutsche Börse sind
- zum 1. März darüber hinaus die Regelungen über meldspflichtige Wertpapiergeschäfte (Disclosure of Directors Dealings) in Kraft getreten.

Nach der Anzeigepflicht für »Directors Dealings« sind die Emittenten dazu verpflichtet, Transaktionen der Vorstände und Aufsichtsräte als Organmitglieder in eigenen Wertpapieren unverzüglich, und das heißt spätestens nach drei Tagen an die Deutsche Börse AG zu melden. Die Transaktionen werden dabei über eine elektronische Schnittstelle direkt vom Emittenten in eine Liste eingestellt und bekannt gemacht. Mit der Veröffentlichung der Meldung durch die Börse ist keine qualitative oder inhaltliche Prüfung verbunden.

Wegen der als lückenhaft empfundenen bestehenden Regelungen hatten Aktionärsschützer in der Vergangenheit eine größere Transparenz beim Aktienhandel der Organmitglieder angemahnt. »Niemand kann zeitnah feststellen, ob sich die Gründer durch Verkauf ihrer Aktienpakete aus der Firma verabschiedet haben. Insbesondere die Haltefrist für Altaktionäre ist mit sechs Monaten deutlich zu kurz. Sinnvoll wäre ein öffentliches Register, das den Aktienbesitz der für das Unternehmen entscheidenden Personen wiedergibt.« (Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.) Es stellt sich allerdings die Frage, warum die Veröffentlichung erst nach Abschluss der Transaktion nach dem Motto erfolgen soll: Das Management hat sich von seinem Aktienbesitz getrennt, der Kurs kann abstürzen. Der Zusammenhang mit der Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung eines Ausstiegs als kursbeeinflussender Tatsache ist nicht klar.

Regelwerk und Regelverstöße

Die in Kraft getretene neue Regelung hat sich im Übrigen unmittelbar als problematisch herausgestellt, weil die von der Börse gesetzte Frist nicht nur in Einzelfällen überschritten wurde und in anderen Fällen fehlerhafte und unvollständige Angaben gemacht wurden. Die Börse kann auf solche Verstöße eine Geldstrafe von bis zu 100 000 Euro verhängen und im äußersten Fall ein Delisting der Aktien des Unternehmens am Neuen Markt vorsehen. Einige Kommentatoren glauben dennoch, dass das Problem solange bestehen bleiben wird, bis die Börse die Informationsbereitstellung selbst in die Hand nimmt und die bestehenden Interpretationsspielräume der Meldungen und ihre Veröffentlichung im Interesse ihrer Kundschaft auslegt und regelt. Eine vergleichbare Forderung könnte im Übrigen bezüglich der Ad-hoc-Mitteilungen erhoben werden, die bekanntermaßen häufig zu einer reinen Selbstdarstellung missbraucht werden und durch die geschaffene Informationsflut die Anleger eher desorientieren als informieren. Hier könnte das gemeinsame Druck- und Drohpotential von Börse und Wertpapieraufsicht intensiver genutzt werden.

Auch das Deutsche Aktieninstitut DAI fordert eine Verschärfung der Regelung für Pflichtmitteilungen. Zur Begrenzung der Flut überflüssiger Ad-hoc-Mitteilungen sollte das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel »bei offensichtlichem Missbrauch von Ad-hoc-Meldungen Sanktionsmöglichkeiten erhalten«. Darüber hinaus sollte eine Kompetenzzuweisung des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel in Form einer eigenen Ermittlungsbefugnis geschaffen werden. Diese Forderungen dienen ebenfalls der Verbesserung der Transparenz, weil diese nur verbessert werden kann, wenn der Anleger nicht mit immer neuen Mitteilungen »zugeworfen« wird.

Transparenz bezieht sich nicht nur auf die Käufe und Verkäufe wichtiger Insider des Marktes, sondern auch auf fundamentale Unternehmensdaten. So sind die Unternehmen des Neuen Marktes verpflichtet, Quartalsberichte sowie Geschäftsberichte vorzulegen. Aktuelle fundamentale Daten und Geschäftsberichte sind insbesondere bei Unternehmen des Neuen Marktes wichtig, um einem Herdenverhalten der Analysten und Anleger wirksamer vorzubeugen. Man kann Fundamentaldaten als Qualitätssignale für einen bestimmten fundamentalen Wert interpretieren. Da Unsicherheit über die Höhe des fundamentalen Wertes besteht, ist ein Herdenverhalten umso unwahrscheinlicher, je mehr voneinander unabhängige Meinungen sich über den »wahren« Wert des Unternehmens bilden können. Das setzt eine möglichst breite Datenbasis voraus.

Anreizsteuerung und Risikoteilung

Ein weiteres grundsätzliches Problem, das einer breiten Diskussion bedarf, besteht in der Prioritätsbildung beim Umgang mit dem letztlich unauflösbaren Widerspruch zwischen Anreizsteuerung und Risikoteilung der Manageraktionäre. Es gibt wichtige Akteure am Markt, die in zweierlei Funktion am Markt auftreten, nämlich einerseits als Marktteilnehmer, die den gleichen Informationsstand haben sollten wie die anderen Marktteilnehmer, und andererseits als Träger des Erfolgs oder Misserfolgs in ihren (jungen) Unternehmen, womit sie einen »geborenen« Informationsvorsprung aufweisen, also Insider sind. Für Manager als Inhaber von Aktienoptionen gilt dabei Vergleichbares wie für die Gründer, Vorstandsmitglieder oder informierte Aufsichtsräte der am Neuen Markt notierten Unternehmen als »geborene« Insider. Manager als Insider nehmen eine zwiespältige Rolle ein und lassen sich daher in das Regelwerk der Börse nur begrenzt einordnen. Sie müssen ja in ihren Unternehmen über Insiderqualitäten verfügen, um »gute« Manager zu sein. Sie sollen aber am Markt ihr Insiderwissen nicht zu ihren eigenen Gunsten einsetzen und umsetzen, ein hohes Ziel.

Als Handelsplattform kann die Börse nur sehr bedingt für das Funktionieren der Anreize für das Management sorgen. Sie soll und muss dagegen Gewährträger sein für einen effizienten und fairen Handel. Nur dann fließt dem Markt die notwendige Liquidität zu, und nur dann kann die Börse ihre volkswirtschaftliche Funktion wirksam erfüllen. Das spricht dafür, dass die Börse dem Schutz der Anleger den Vorzug vor den Ausstiegsmöglichkeiten der Manager geben muss und daher alle geeigneten Maßnahmen ergreifen sollte, um mögliche schwarze Schafe unter den Insider-Aktionären zu identifizieren und gegebenenfalls vom Markt auszuschließen. Eine raschere und weitergehende Publizität und Überwachung der Transaktionskonten der Organmitglieder notierter Gesellschaften wäre zu überdenken.

Verschärfung der Zulassungsbedingungen

Im Zusammenhang mit einer Überarbeitung des Regelwerkes des Neuen Marktes wird auch eine Verschärfung der Zulassungsbedingungen angemahnt. Diese Forderung sollte allerdings zunächst sehr kritisch geprüft werden. Es war gerade die Möglichkeit für junge Unternehmen, in dem Segment des Neuen Marktes eine attraktive Exitmöglichkeit zu finden, welche die Gründungsszene und den Markt für Venture Capital in Deutschland sehr belebt hat. Die Forderung nach einer Verschärfung der Zulassungsbedingungen könnte also aus der aktuellen Marktsicht zwar geboten erscheinen, wenn nur auf diese Weise die Marktteilnehmer wieder zur Rückkehr an den Markt bewogen werden können. Sie könnte sich aber längerfristig als kontraproduktiv herausstellen, wenn dadurch der Exitkanal Neuer Markt an Attraktivität verlieren würde. Wertpapiermärkte sind bekanntlich kein Selbstzweck, sondern haben gesamtwirtschaftliche Funktionen zu erfüllen. Und bei aller mit dem Kursverfall am Neuen Markt einsetzender Kritik sollte die wichtige finanzwirtschaftliche Funktion der Anregung der Venture Capital Szene in Deutschland nicht vergessen werden, die der Neue Markt seit seiner Etablierung vor vier Jahren übernommen hat.

Literatur

Hopt, K.J., B. Rudolph und H. Baum (Hrsg.) (1997), *Börsenreform. Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, Stuttgart.



Bernhard Duijm*

Auch umfangreiche staatliche Regulierungen bieten keine vollständige Sicherheit

Die bisherige Entwicklung am Neuen Markt

Vor über vier Jahren wurde an der Frankfurter Wertpapierbörse der »Neue Markt« aus der Taufe gehoben. Seither konnte er beachtliche Erfolge verbuchen: Die Zahl der an diesem Börsensegment gelisteten Unternehmen stieg in dieser kurzen Zeit von zwei auf knapp 350, denn für viele Unternehmen bietet dieses Marktsegment überhaupt erst die Möglichkeit zum Börsengang. Zunehmend zeigen auch ausländische Unternehmen Interesse am Neuen Markt, die Zahl der notierten Unternehmen mit Sitz im Ausland nahm kontinuierlich zu (o.V. 2001). Mit dem Neuen Markt hat Frankfurt seine Stellung als internationaler Börsenplatz ausbauen können. Zudem hat dieses Börsensegment einen wesentlichen Beitrag zur Steigerung des Interesses der Allgemeinheit an Aktien in Deutschland geleistet. Gerade unter dem Aspekt der zunehmenden Bedeutung der privaten Altersvorsorge ist dies begrüßenswert. Zur Freude der Anleger stiegen in den ersten drei Jahren die Kurse auf breiter Front, teilweise um mehrere hundert oder gar tausend Prozent, wenngleich mit zeitweise sehr erheblichen Kurschwankungen. Seit einem Jahr, und insbesondere in den letzten Monaten, hat sich die Entwicklung allerdings umgekehrt. Parallel zur Ernüchterung, was die Wachstumsaussichten der New Economy in den USA und Europa angeht, kam es auf dem Neuen Markt zu Kursrückgängen, ja auch zu zahlreichen Kurseinbrüchen. Die Kurse gingen nicht nur stark zurück – zum Teil auf nur noch 10, 5 oder noch weniger Prozent des Höchstkurses – seit November letzten Jahres ist am Neuen Markt ein Phänomen zu beo-

bachten, das es vorher nicht gab: Börsenkurse von unter einem Euro. Das Unterschreiten dieser Marke scheint die ohnehin schon ausgeprägte Volatilität der Kurse noch zu erhöhen und daher für Anleger besondere Risiken hervorzurufen. Um die Anleger vor möglichen Manipulationen bei solchen so genannten »penny stocks« besser zu schützen, hat die amerikanische Technologiebörse Nasdaq Richtlinien aufgestellt, nach denen Papiere, die lange Zeit unter einem Dollar notieren, von der Kursliste gestrichen werden (Reim 2001). Sollten derartige Regeln auch am Neuen Markt eingeführt werden? Oder allgemeiner gefragt: Sollte das Regelwerk für den Neuen Markt zum Schutz der Anleger erweitert und verschärft werden, oder sollte im Gegenteil eher eine Deregulierung stattfinden, um den Emittenten die Kapitalbeschaffung zu erleichtern oder um für den Börsenplatz Frankfurt Regulierungsnachteile zu beseitigen?

Das derzeitige Regelwerk

Formal betrachtet ist der Neue Markt ein Teil des Freiverkehrs, also des Teils der Börse, für den die staatlichen Vorschriften am wenigsten ausgeprägt sind (Piückelmann 2000, S. 131 f., 209). Allerdings sieht das Börsengesetz vor, dass die Börsen den Freiverkehr privatrechtlich ausgestalten. Das privatrechtliche Regelwerk des Neuen Marktes betrachtet als primäre Zielgruppe kleine und mittlere Unternehmen, die innovativ tätig sind und von denen ein überdurchschnittliches Umsatz- und Gewinnwachstum zu erwarten ist. Das Ziel der so erreichten Marktsegmentierung ist es, Unternehmen mit ähnlichen Risiko-Ertrags-Profilen an einem Teilmarkt zusammenzufassen, die Transparenz für Anleger zu erhöhen und damit die Attraktivität des Teilmarktes zu steigern (Knips 2000, S. 232). Um die Qualität des Marktsegments zu sichern, müssen Emittenten verschiedene rechtliche und qualitative Voraussetzungen erfüllen, erst dann können ihre Aktien zur Notierung am Neuen Markt zugelassen werden. Vor der Notierung am Neuen Markt muss ein Wertpapier das Zulassungsverfahren am Geregeltten Markt erfolgreich durchlaufen haben, also öffentlich-rechtliche Vorschriften erfüllen. Über die Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse gelten auch für die Einführung von Aktien am Neuen Markt öffentlich-rechtliche Bestimmungen, etwa für den Fall unrichtiger Angaben im Emissionsprospekt (Knips 2000, S. 355). In der privatrechtlichen Gestaltung des Neuen Marktes wurde also auf nicht zwingende staatliche Regulierungen zurückgegriffen. Daneben sieht das Regelwerk des Neuen Marktes eine ganze Reihe weiterer Regelungen vor, die die Transparenz des Marktes, seine Liquidität und den Schutz der Anleger betreffen und über die staatlichen Regulierungen für den Geregeltten Markt und zum Teil auch für den Amtlichen Handel hinausgehen. Diese Regelungen sollen der Funktionsfähigkeit des Marktes, den Interessen der Emittenten, dem Schutz der Kapitalgeber und den Belangen

* PD Dr. Bernhard Duijm ist Hochschuldozent an der Universität Tübingen.

der Börse dienen. Gerade weil auf diesem Marktsegment sehr viele Unternehmen relativ jung sind und ihre Aktivitäten innovativen Charakter haben, ist die Möglichkeit, aus Beobachtungen der Vergangenheit auf zukünftige Entwicklungen zu schließen, sehr begrenzt. Umfang und Verteilung von Informationen über Märkte und Unternehmen sind daher für die Börsenkurse von entscheidender Bedeutung. Der Transparenz kommt im Regelwerk des Neuen Marktes zentrale Bedeutung zu. So müssen die Unternehmen ihre Rechnungslegung an internationalen Standards orientieren und regelmäßig Berichte über ihre wirtschaftliche Lage abgeben. Die Transparenzregeln dienen grundsätzlich nicht nur dem Schutz des einzelnen Anlegers vor Übervorteilung durch besser Informierte, sondern erhöhen auch die Attraktivität des Marktsegments bei den Anlegern insgesamt. Dies erleichtert wiederum die Kapitalbeschaffung am Neuen Markt. Regulierungen, die den Individualschutz fördern, verbessern also auch den Funktionenschutz. Allerdings gilt dieser Zusammenhang nur bis zu einem gewissen Grad an Regulierung (Knips 2000, S. 236 ff.). Bei einer höheren Regulierungsintensität können sich Konflikte zwischen Individual- und Funktionenschutz, zwischen den Qualitätsmerkmalen Transparenz und Liquidität sowie zwischen sonstigen mit dem Neuen Markt verfolgten Zielen einstellen. Umgekehrt kann auch eine Unterregulierung nicht nur den Individualschutz, sondern auch den Funktionenschutz beeinträchtigen. Darüber hinaus beschränken sich die Auswirkungen von Fehlregulierungen des Neuen Marktes nicht nur auf dieses Finanzmarktsegment. Insbesondere für Venture-Capital-Gesellschaften hat sich der Neue Markt zum wichtigen Börsensegment für Veräußerungen ihrer Anteile entwickelt (Heitzer und Sohn, 1999). Ein weniger gut funktionierender Neuer Markt dürfte daher zu steigenden Kosten für Wagniskapital führen.

Neuregulierung und Grenzen der Regulierungsmöglichkeiten für den Neuen Markt

Die privatrechtliche Ausgestaltung des Regelwerks zum Neuen Markt erlaubt zügige Änderungen und Umsetzungen der Bestimmungen. So wurde das Regelwerk in den letzten Monaten – wohl nicht zuletzt als Folge der Wachstumsabschwächung in der New Economy und der damit einhergehenden größeren Risiken – dahingehend verschärft, dass von den Unternehmen die Veröffentlichung umfangreicherer und mehr an internationalen Standards orientierter Quartalsberichte verlangt wird. Dies soll den Anlegern Vergleiche der Unternehmen erleichtern, was aufgrund der tendenziell zunehmenden Heterogenität des Neuen Marktes wichtiger geworden ist. Ferner wurde unter anderem die Nichtbeachtung der Publikationspflichten mit höheren Geldstrafen belegt. Einigen Kritikern gehen diese ausgedehnten Informationspflichten allerdings nicht weit genug,

da dadurch zwar Umfang und Pünktlichkeit der Berichte, nicht aber die Qualität der Daten besser wurden (Hanft und Kretschmer 2001; o.V. 2001). Aus Gründen des Anlegerschutzes werden hier strengere Regeln gefordert, die z.B. Wahlmöglichkeiten bei der Rechnungslegung weiter einschränken.

Umgekehrt besteht aber auch Deregulierungspotential. Manche Regeln, die dem Anlegerschutz dienen sollen, erscheinen als zu restriktiv und für die Funktionsfähigkeit des Marktes und letztendlich sogar für das eigentlich angestrebte Ziel als eher schädlich. Dazu zählt etwa die mit einer Börseneinführung regelmäßig verbundene Kapitalerhöhung von mindestens 50% des Emissionsvolumens (Kullmann und van Aerssen 1999, S. 13 f.).

Bei der Einführung neuer restriktiver Regulierungen oder aber der Beseitigung bestehender Regulierungen für den Neuen Markt sind folgende Aspekte zu beachten:

1. Mit dem Neuen Markt wurde ein Börsensegment geschaffen, das weitgehend auf Selbstregulierung der Finanzmarktteilnehmer setzt. Hierbei wurden Freiheiten genutzt, die der Gesetzgeber im Börsengesetz belassen hatte. Damit ist innerhalb der bestehenden Einteilung der Börsensegmente und der Regelkonstruktion des Neuen Marktes eine ausschließlich diesen Teilmarkt betreffende staatliche Regulierung nicht möglich. Sie müsste vielmehr auch den sonstigen Freiverkehr oder den Geregelten Markt betreffen. Gründe, diese beiden Segmente stärker staatlich zu regulieren, könnte es allenfalls geben, wenn von ihnen Effekte ausgingen, die den gesamten Finanzmarkt destabilisieren. Hierfür gibt es jedoch derzeit keine Anzeichen. Staatliche Deregulierungen, die die gesamte Börse betreffen, erweitern den Gestaltungsspielraum für den Neuen Markt und wurden hierfür auch schon genutzt. Weitere Deregulierungen könnten dahingehend erfolgen, dass zwingende Vorschriften aus dem Börsengesetz gestrichen und durch Gestaltungsmöglichkeiten für die Börsenordnungen ersetzt werden. So könnten öffentlich-rechtliche Regelwerke innerhalb eines Landes konkurrieren.

2. Die optimale Finanzmarktregulierung ist weder dem Staat noch den Börsen bekannt, die eigene Regelwerke für bestimmte Börsensegmente erlassen. Eine privatwirtschaftliche Regulierung zeichnet sich aber dadurch aus, dass sie bei einem Änderungsbedarf schneller angepasst werden kann als eine staatliche. Eine insgesamt zu laxen privatwirtschaftliche Regulierung ist a priori nicht zu befürchten. Der Neue Markt hat im Vergleich zu ähnlichen Börsensegmenten im europäischen Ausland relativ strikte Vorschriften (vgl. für eine kurze Übersicht o.V. 2000), und er erweist sich nicht trotzdem, sondern deswegen als erfolgreich. Hinzu kommt, dass bei einem privaten Regulierungsversagen im Sinne einer Unterregulierung die staat-

lich stärker regulierten Börsensegmente für Anleger und Nachfrager sich als Alternativen ergeben. Sollte allerdings der Staat direkt oder indirekt eine aus Sicht der (potenziellen) Emittenten übermäßige Regulierung am Neuen Markt erwirken, ist mit deren Abwanderung an andere Börsen im Ausland zu rechnen. Diese Konkurrenzsituation verhindert gleichzeitig eine privatwirtschaftliche Überregulierung.

3. Gerade im Bereich der New Economy dienen Publikationspflichten nicht nur dazu, eine starke Informationsasymmetrie zu vermeiden, sondern auch ausgeprägte Informationsdefizite sowohl bei Emittenten als auch bei Anlegern zu verhindern. Die Regelungen des Neuen Marktes sehen umfangreiche und auch immer wieder erweiterte Informationspflichten vor, um dem Anleger das überdurchschnittliche Risiko an diesem Marktsegment vor Augen zu führen. Die individuellen Schutzbedürfnisse von Anlegern sind dabei äußerst unterschiedlich, je nachdem, ob es sich um Privatanleger oder professionelle Anleger handelt. Wenn der Staat für einzelne Gruppen von Anlegern am Neuen Markt einen besonderen Schutzbedarf sieht, weil sie das Risiko dieses Marktes bzw. dessen Bedeutung für ihre Vermögen nicht erkennen können, ist eine sehr weitgehende Regulierung dieses Marktes zugunsten der Anleger nicht die geeignete Lösung. Eine solche Überregulierung würde die Funktionsfähigkeit des Neuen Marktes einschränken, ohne dass die für schutzbedürftig gehaltenen Anleger vor Engagements an u.U. noch riskanteren Märkten abgehalten werden können, solange nicht auch für diese eine entsprechende Regulierung besteht. Sie würde allerdings die Anlagemöglichkeiten von risikobewussten, nicht schutzbedürftigen Anlegern über Gebühr beschränken und eine staatliche Bevormundung darstellen. Dies schließt nicht aus, dass durchaus noch Regelungsbedarf bezüglich der Transparenz in der Bereitstellung und Veröffentlichung von Informationen besteht. Eine Voraussetzung dafür, dass ein Anleger Risiken am Neuen Markt richtig beurteilen kann, ist, ihn in die Lage zu versetzen, die Qualität von Informationen zu erkennen.

4. Schließlich muss man sich aber immer bewusst sein, dass auch noch so umfangreiche Regulierungen spekulative Blasen und Herdenverhalten nicht verhindern können (Wolf 2001). Umfangreiche staatliche Regulierungen könnten den Eindruck einer Sicherheit erwecken, die auf keinem Börsensegment bestehen kann.

Die Grenzen der staatlichen Regulierungsmöglichkeiten scheinen der Bundesregierung bewusst zu sein. Die mit dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz angestrebte Stärkung des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel (Wolf 2001) bzw. bis dahin wohl seiner Nachfolgeeinrichtung zielt nicht zuletzt auf eine wirksamere Durchsetzung schon bestehender Regulierungen, die auch für den Neuen Markt gelten.

Literatur

- Förschle, G. und H. Helmschrott (2001), »Neuer Markt: Rückblick auf Veränderungen im Jahr 2000 und Ausblick«, *Finanz Betrieb* 3 (2), 111–117.
- Hanft, S. und T. Kretschmer (2001), »Quartalspublizität am Neuen Markt«, *Die Aktiengesellschaft* 46 (2), 84–87.
- Heitzer, B. und C. Sohn (1999), »Zur Bedeutung des Neuen Marktes für die Venture Capital-Finanzierung in Deutschland«, *Finanz Betrieb* 1 (11), 397–405.
- Knips, S. (2000), *Risikokapital und Neuer Markt*, Frankfurt am Main, Berlin etc.
- Kullmann, W. und R. van Aerssen (2000), »Neuer Markt und EASDAQ – Ein Vergleich der Zulassungsvoraussetzungen und Zulassungsfolgepflichten«, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 12 (1), 10–32.
- o.V. (2000), »Neuere »untere« Börsensegmente«, *Sparkasse* 117 (3), 120.
- o.V. (2001), »Weiterentwicklung des Regelwerks Neuer Markt«, *Die Aktiengesellschaft* 46 (2), R. 38.
- Plückelmann, K. (2000), *Der Neue Markt der Deutsche Börse AG*, Frankfurt am Main, Berlin etc.
- Reim, M. (2001), »Der gefährliche Traum vom Hauptgewinn«, *Süddeutsche Zeitung* Nr. 96 vom 24.4.2001, 31.
- Wolf, M. (2001), »Anlegerschutz und Förderung des Finanzplatzes Deutschland – Notwendigkeit der Reform des Kapitalmarkt- und Börsenrechts?«, *Wertpapiermittlungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 55 (11), 557.