Rationale Spekulation?

Über die Krise des Neuen Marktes und dessen öffentliche Verarbeitung

Dissertation

zur Erlangung des Grades

Doktor der Philosophie (Dr. phil.)

vorgelegt am

Fachbereich Politik- und Sozialwissenschaften
- Otto-Suhr-Institut für Politikwissenschaft -
der Freien Universität Berlin

vorgelegt von

Harald Klindworth

Juni 2008

Erstgutachter: Prof. Dr. Wolf-Dieter Narr

Zweitgutachter: Prof. Dr. Frieder Otto Wolf

Tag der Disputation: 25.11.2008

meinen Eltern

Zusammenfassung

Die in der Öffentlichkeit diskutierten Erklärungen der Finanzkrise 2007ff. erschöpfen sich überwiegend in dem Vorwurf des Versagens der beteiligten Akteure und Institutionen. Das Versagen wird an scheinbaren Übertreibungen oder Unterlassungen festgemacht, welche ein vernünftiges Maß des Handelns unterstellen, das im Bezug auf die Spekulation angebracht sei. Gleichlautend war die Diagnose in den Jahren 2000 bis 2003, in denen die Krise der „New Economy“ diskutiert wurde. Die Arbeit zeigt dagegen anhand des deutschen Falles „Neuer Markt“, dass die „rationale Spekulation“ an Finanzmärkten ein Widerspruch ist und bleibt. Exemplarisch werden an diesem historischen Börsensegment Prinzipien von Finanzmarktkrisen im Allgemeinen und verbreitete Erklärungsweisen derselben in der Öffentlichkeit herausgearbeitet und kritisiert.

In der politökonomischen Analyse im zweiten Teil der Arbeit wird der spezifische Spekulationsinhalt am Neuen Markt rekapituliert. Dafür wird auf betriebswirtschaftliche Wachstumstheorien, Finanzierungstheorien von Wagniskapitalgebern und Bewertungstheorien zurückgegriffen. Dabei zeigt sich, dass in den Jahren 1997 bis 2000 eine äußerst optimistische Grundstimmung nicht nur faktisch vorhanden, sondern die Existenzbedingung für dieses Börsensegment war. In der geläufigen Kritik des „irrationalen Überschwangs“ ist unterstellt, dass die damalige Euphorie eine vermeidbare Einstellung der Börsenakteure gewesen wäre. Diese Arbeit zeigt dagegen zumindest für die deutschen Verhältnisse, dass die Euphorie nur dann zu vermeiden gewesen wäre, wenn vom Projekt Neuer Markt gänzlich Abstand genommen worden wäre. Zugleich trifft das Urteil in der Wissenschaft, nach dem „herkömmliche Bewertungsmaßstäbe“ ignoriert wurden, nicht zu. Es lässt sich zeigen, dass die scheinbaren Eskapaden am „Neuen Markt“ eine kreative Verlängerung der allgemeinen Finanzmarktprinzipien waren.

Im ersten Teil der Arbeit werden die Krisenerklärungen der FAZ, des Spiegels und der BILD-Zeitung ihrem Inhalt und der Chronologie nach dargestellt. Die enthaltenen Widersprüche, Tautologien und Unterstellungen werden herausgearbeitet und zeigen im Resultat ein Interesse am Funktionieren der Börse und ein Desinteresse an der Erklärung derselben. Von einigen Besonderheiten abgesehen, lassen sich die Ergebnisse auf die gegenwärtige Besprechung der Finanzkrise in den Jahren 2007 bis 2009 übertragen.

Abkürzungsverzeichnis

BMWi - Bundesministerium für Wirtschaft

DSW - Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz

SdK - Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre

DAI - Deutsche Aktieninstitut

EIF – Europäischer Investment Fonds

MSCI - Morgan Stanley Capital International.

BaWe – Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel

KGV – Kurs-Gewinn-Verhältnis

PER - Price Earning Ratio

BAFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Smallcaps: Kleine Werte mit einer Marktkapitalisierung bis zu einer Milliarden Euro.

Midcaps – Nebenwerte mit Marktkapitalisierung nicht über 2,5 Mrd. Euro.

IDF – Initiative Finanzplatz Deutschland

BSK - Börsensachverständigenkommission (BSK)

KMU – Kleine und mittlere Unternehmen

Inhaltsverzeichnis

I. Einleitung 9
1. Vermeidbare oder notwendige Krisen an Finanzmärkten? 10
2. Problemstellung 13
3. Fragestellung und Gliederung der Arbeit 14
4. Der Neue Markt – ein Überblick 17
5. Begriffserläuterung: Crash und Krise 20
6. Inhaltsanalyse 21
7. Affirmation und Kritik – ein persönlicher Hinweis 29
Erster Abschnitt: Die Krisenerklärung des Neuen Marktes in der FAZ, der BILD und dem Spiegel 31
II. Das Spekulationsverhalten der Kleinanleger als Ursache der Krise 32
1. Der Inhalt und die Chronologie der Kleinanlegerkritik 33
2. Positives Anlegerverhalten und Relativierungen der Kritik 43
3. Die Kleinanleger als Opfer 50
4. Analyse: Anlegerverhalten der Kleinanleger als Ursache der Krise? 57
III. Das Spekulationsverhalten der Großanleger als Ursache der Krise 66
1. Kritiken am Investitionsverhalten der Großanleger 67
2. Positives Investitionsverhalten und Relativierungen der Kritik 76
3. Analyse: Investitionsverhalten der Großanleger als Ursache der Krise? 86
IV. Die Emissionstätigkeit der Banken und die Wagniskapitalgeber als Ursachen der Krise 97
1. Kritiken an der Emissionstätigkeit und den Wagniskapitalgebern 98
2. Relativierungen der Kritiken an der Emissionstätigkeit und den Wagniskapitalgebern 107
3. Analyse: Emissionstätigkeit der Banken und die Wagniskapitalgeber als Ursachen der Krise? 109
V. Die Vermittlung von Aktiengeschäften und Beratung als Ursachen der Krise 113
1. Kritiken an der Vermittlung von Aktiengeschäften und der Beratung und Relativierungen der Kritik 113
2. Analyse: Vermittlung von Aktiengeschäften und Beratung als Ursachen der Krise? 122
VI. Die Tätigkeit der Analysten als Ursache der Krise 124

1. Die Kritik an den Analysten und deren Relativierung in der FAZ und dem Spiegel ... 125
2. Analyse: Die Tätigkeit der Analysten als Ursache der Krise? ... 134
VII. Die Unternehmen als Ursache der Krise ... 140
1. Kritik der Unternehmen ... 140
2. Relativierungen der Kritik an den Unternehmen ... 157
3. Analyse: Die Unternehmen als Ursache der Krise? ... 169
VIII. Die Börsenregulation als Ursache der Krise ... 182
1. Kritiken an der Börsenregulation und Relativierungen der Kritik ... 182
2. Analyse: Die Börsenregulation als Ursache der Krise? ... 197
IX. Zusammenfassende Analyse der Krisenerklärungen ... 205
1. Die Krisenerklärung der FAZ ... 205
2. Die Krisenerklärung des Spiegels ... 213
3. Die Krisenerklärung der BILD ... 218
Zweiter Abschnitt: Der Grund der Krise des Neuen Marktes liegt im Grunde seines Erfolges ... 221
X. Das Spekulationsmaterial des Neuen Marktes ... 223
1. Klein, innovativ und überdurchschnittliches Wachstum ... 223
2. Wachstum und Risiko ... 227
3. Der Widerspruch des Neuen Marktes ... 230
XI. Schranken der Finanzierung und der Durchbruch am Neuen Markt ... 234
1. Die Finanzierungsschwierigkeiten kleiner und mittlerer Unternehmen ... 234
2. Der Bezug des Neuen Marktes auf die Hindernisse ... 239
3. Notwendig falsches Bewusstsein am Neuen Markt ... 242
XII. Die Bewertung der Wachstumsunternehmen ... 245
1. Herkömmliche Bewertungsmaßstäbe ... 245
2. Modifizierte Bewertungsverfahren ... 247
3. Kursverfall bei Gewinn ... 252
XIII. Kapitel – Die Leistung und die Instabilität des fiktiven Kapitals ... 255
1. Die Emanzipation des Finanzmarktes von seiner Grundlage ... 255
2. Stabilität und Instabilität der Finanzmärkte ... 260
3. Der Grund der Krise ... 273
XIV. Literaturliste ... 278

1. Sekundärliteratur 278
2. Zeitungen und Zeitschriften 288
XV. Lebenslauf 289

I. Einleitung

Am 10. März 1997 eröffnete die Deutsche Börse AG in Frankfurt das Börsensegment „Neuer Markt“. Neben dem Amtlichen Handel, dem Geregelten Markt und dem Freiverkehr sollte der Neue Markt als Handelsplattform für Aktien einer besonderen Unternehmensgattung dienen:

> „Der Neue Markt ist ein Handelssegment der Deutsche Börse AG (…) für Aktien primär kleinerer und mittlerer in- und ausländischer Gesellschaften, die Transparenz- und Publizitätskriterien nach internationalen Standards erfüllen (nachfolgend Emittenten genannt). Emittenten sind insbesondere innovative Unternehmen, die neue Absatzmärkte erschließen, neue Verfahren etwa in der Beschaffung, Produktion oder beim Absatz verwenden, bzw. neue Produkte und/oder Dienstleistungen anbieten und ein überdurchschnittliches Umsatz- und Gewinnwachstum erwarten lassen.“[1]

Das Börsensegment wurde für Unternehmen mit geringer Größe gegründet, welche mit neuen Waren, Dienstleistungen oder auch Vertriebswegen ihr Geschäft betrieben. Diese Unternehmen gehörten den so genannten innovativen (Zukunfts-)Branchen an, wie Gen- und Biotechnologie, Informationstechnologie und moderne Dienstleistungen (z.B. Telekommunikation oder Medien).[2] Aufgrund der Neuartigkeit der entsprechenden Geschäftsfelder wurde erwartet, dass eine zeitweise vorhandene Monopolrendite überdurchschnittliches Wachstum bewirken könne. Aufgrund des kleinen absoluten Ausgangspunktes in der Betriebsgröße brauchte dabei das absolute Wachstum nicht allzu hoch auszufallen, um dennoch eine überdurchschnittliche Rate des Wachstums zu erzielen.[3] Auf die Möglichkeit dieses eigentümlichen betriebswirtschaftlichen Wachstumspfades sollte am Neuen Markt spekuliert werden.[4]

---

[1] Deutsche Börse AG, Regelwerk Neuer Markt, abgedruckt in: Volker Potthoff/Jutta Stuhlfauth, Der Neue Markt: Ein Handelsegment für innovative und wachstumsorientierte Unternehmen – kapitalmarktrechtliche Überlegungen und Darstellung des Regelwerkes, in: WM – Wertpapiermitteilungen/Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Nr. 26, Sonderbeilage Nr. 3/1997, S. 12f.

[2] „Ein Großteil der Unternehmen stammt aus innovativen und wachstumsstarken Technologiebranchen. 55,4% der Neuemissionen des Jahres 1999 wurden aus den Bereichen Software/Hardware, Internet und IT-Dienstleister an den Neuen Markt gebracht.“ Reto Francioni/Thomas Gutschlag, Der Neue Markt, in: Gerrit Volk (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgart 2000, S. 33.

[3] Der genaue Zusammenhang von Innovation, Betriebsgröße und überdurchschnittlichen Wachstumserwartungen wird im zweiten Teil der Arbeit diskutiert.

[4] Dem Begriff der „Spekulation“ oder der Bezeichnung „Spekulant“ haftet im gemeinen Sprachgebrauch oft eine negative Bewertung an. Dies bestätigt sich zum Teil auch in den untersuchten Printmedien. In dieser Arbeit wird der Begriff der „Spekulation“ ohne eine implizite Vorverurteilung benutzt. „Spekulieren“ bezeichnet einfach die Tätigkeiten, welche sich auf Ungewissheiten kalkulierend beziehen. Nicht nur die Börsianer spekulieren also, sondern auch jeder Unternehmer, der

Neben institutionellen Investoren aus dem In- und Ausland fand der Neue Markt auch bei Kleinanlegern starkes Interesse. Der Neue Markt konnte sich auf den erfolgreichen Werbefeldzug der Telekom aus dem Jahr 1996 stützen und attrahierte eine für deutsche Verhältnisse vollkommen neue Anlegerschicht. Umso intensiver wurde der krisenhafte Verlauf des Börsensegmentes in den Jahren 2000 bis 2003 in der Öffentlichkeit wahrgenommen und diskutiert.

In der Literatur werden die Krise am Neuen Markt und die Krisen an ähnlichen Handelsplätzen wie etwa der New Yorker Nasdaq am Anfang des neuen Jahrhunderts rückblickend in eine Reihe von Finanzmarktkrisen eingeordnet. Seit den siebziger Jahren häufen sich weltweit Finanzmarktkrisen auf Handelsplätzen für Währungen, Aktien, Rententitel, Immobilien, Optionen oder verbriefte Kredite.[5] Eine klare Periodizität ist nicht zu erkennen; eben sowenig eine Parallelbewegung von so genannter Realwirtschaft und finanzkapitalistischem Überbau, nach der die Finanzmarktkrisen nur einem negativem Konjunkturverlauf folgen würden. Alleine die zeitlichen Abstände zwischen den Krisen verringern sich. Zum Abschluss dieser Arbeit war die Krise am Markt für verbriefte Kredite, die den Namen Subprime-Krise erhalten hat, noch nicht ausgestanden und droht auf andere Finanzmärkte und die übrige Ökonomie überzugreifen.

Der Gegenstand dieser Arbeit ist die Krise des Neuen Marktes und ihre Verarbeitung in ausgewählten Printmedien. Exemplarisch werden an diesem Börsensegment Prinzipien von Finanzmarktkrisen im Allgemeinen und verbreitete Erklärungsweisen derselben in der Öffentlichkeit herausgearbeitet.

1. Vermeidbare oder notwendige Krisen an Finanzmärkten?

In der Wissenschaft wird zu Recht auf sich wiederholende Verlaufsmuster von Finanzmarktkrisen verwiesen, die z.B. Minsky und Kindleberger in einem Modell beschreiben.[6] Diese Erfahrung führt weiter zu zahlreichen Versuchen, die gemeinsame Systematik dieser Krisen zu bestimmen. Eine Auseinandersetzung mit der Krise des Neuen Marktes sollte also auch für die Zukunft von Wert sein. Darin

---

sein Geschäft erweitert.

[5] Von der Bezeichnung Finanzmarkt sollen im folgenden sowohl Kreditmärkte, als auch Kapitalmärkte, wie Börsen umfasst werden, seien sie institutionell verankert oder als nicht organisierter Handel (over the counter) abgewickelt. Siehe die Übersicht bei Hans E. Büschgen, Bankbetriebslehre. Berlin 1990, S. 84.

[6] Für beide siehe Charles P. Kindleberger, Manien, Paniken, Crashs – Die Geschichte der Finanzkrisen der Welt. Kulmbach 2001, S. 29-40.

begründet sich zunächst formal die Auswahl des Neuen Marktes als Untersuchungsgegenstand. Zu Beginn dieser Arbeit war die Krise des Neuen Marktes gerade abgeschlossen. Mit dem dreijährigen Kursfeuerwerk von 1997 bis zum Frühjahr 2000 und dem abschließenden Niedergang bis in das Jahr 2003 stellt der Neue Markt ein überschaubares und zeitlich eingegrenztes Krisenphänomen dar, anhand dessen sich allgemeine Folgerungen zum Thema Finanzmarktkrise erschließen lassen.

In der marxistischen und auch von Lenin inspirierten Tradition werden die Krisen an den Finanzmärkten als notwendige Tendenz der kapitalistischen Ökonomie angesehen.[7] In der Volkswirtschaftslehre wird dagegen überwiegend mit Gleichgewichtsmodellen gearbeitet, wobei die Theorie der „effizienten Märkte", bezogen auf Kapitalmärkte, das am weitesten verbreitete Modell darstellt.[8] Krisen an den Finanzmärkten sind demnach nicht notwendig, sondern verdanken sich einem vermeidbaren Fehlverhalten der Akteure. Eine Krise wird in dieser Theorietradition als eine Demonstration der Rationalität der Märkte verstanden, weil sie das Fehlverhalten der Akteure durch den Markt bereinigen würde.

Mit den sich häufenden Krisenphänomenen hat sich unterstützt durch soziologische Arbeiten innerhalb der Kapitalmarktheorie die „Behavioral Finance"

---

[7] So steht Bischoff in der marxistischen Tradition, wenn er die Finanzmärkte als entscheidenden Hebel für die Produktivkraftsteigerung sieht, welche die Überakkumulation des produktiven Kapitals nicht löst, sondern befördert. Dies wirkt auf die Finanzmärkte zurück. Joachim Bischoff, Mythen der New Economy. Zur politischen Ökonomie der Wissensgesellschaft. Hamburg 2002. Im seinem Buch „Zukunft des Finanzmarkt-Kapitalismus – Strukturen, Widersprüche, Alternativen, Hamburg 2006" schließt sich Bischoff dagegen der Sichtweise von Deutschmann an, welcher m. E. eher einen leninistisch inspirierten Gedanken verfolgt: Die Akkumulation des Geldkapitals vollzieht sich schneller als die des produktiven Kapitals. Eine neue Herrschaft der Fondsgesellschaften erzwingt dabei eine Unternehmenspolitik, welche Innovationen und Produktivkraftfortschritte behindert. Für Deutschmann wachsen dadurch die Ansprüche des Kapitals nicht nur schneller als die Realisierungsmöglichkeiten dieser Ansprüche, sie sorgen sogar dafür, dass die Unternehmenssubstanz tendenziell beschädigt wird. Siehe Christoph Deutschmann, Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrisen, in: Paul Windolf (Hrsg.), Finanzmarkt-Kapitalismus – Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005, S. 58-84. Die Gemeinsamkeit mit Lenin besteht darin, dass auch dieser erkannt zu haben glaubte, dass durch das Finanzkapital „(...) bis zu einem gewissen Grade der Antrieb zum technischen und folglich auch zu jedem anderen Fortschritt, zur Vorwärtsbewegung (...)" verschwindet und damit die „Tendenz zur Stagnation und Fäulnis" bewirkt. Siehe Wladimir I. Lenin, Der Imperialismus als höchstes Stadium des Kapitalismus, in: W.I. Lenin, Ausgewählte Werke in sechs Bänden, Band II. Berlin 1985, S. 740. Der Unterschied zu Lenin besteht darin, dass Deutschmann nicht eine Monopolbildung zum Grund der Stagnation macht, sondern ein besonderes Finanzmarktregime der Fondsgesellschaften. Zur Kritik an der These über die „Macht der neuen Eigentümer" siehe Jürgen Kädtler, Sozialpartnerschaft im Umbruch – Industrielle Beziehungen unter den Bedingungen von Globalisierung und Finanzmarktkapitalismus. Hamburg 2006, S. 54.

[8] Eugene F. Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: Journal of Finance, Vol. 25 (Mai 1970), S. 383-417.

als eigene Disziplin etabliert.[9] Börsenanomalien, spekulative Blasen und ein vom „Rationalen“ abweichendes Anlegerverhalten werden hier durch verhaltenswissenschaftliche Überlegungen erklärt.[10] So wurde das Axiom des „homo oeconomicus” der traditionellen Kapitalmarkttheorie ergänzt um Varianten von irrationalem Verhalten. In diesem Sinne haben Sarah Müller und in gewissem Maße auch Konstanze Piel die Krise des Neuen Marktes untersucht, worauf in dieser Arbeit noch näher eingegangen wird.[11] Auffällig an dieser neuen Forschungsrichtung ist, dass sie zwar das empirische Postulat der klassischen Kapitalmarkttheorie bestreitet, nach dem die Märkte tatsächlich effizient seien, theoretisch aber an derselben festhält. Fast jede Beschäftigung mit dem angeblich irrationalen Verhalten der Kapitalmarktakteure beginnt noch mit dem Nachweis, dass diese sich nicht entsprechend der theoretisch rationalen Theorie der „effizienten Märkte“ verhalten.[12] So sind für diese neue Forschungsrichtung die Krisen an den Finanzmärkten in gewissem Maße notwendig, nicht aber wegen der politischen Ökonomie derselben, sondern wegen der Unfähigkeit des Menschen an sich bzw. der Irrationalität der Akteure.

Auch in der Auseinandersetzung mit der Krise des Neuen Marktes finden sich die skizzierten Strömungen wieder. Einig sind sich die meisten wissenschaftlichen Erklärungen der Krise des Neuen Marktes trotz der unterschiedlichen Theorietraditionen darin, dass die Spekulation sich durch einen „irrationalen Überschwang“ ausgezeichnet habe.[13] Mit unvernünftigen Erwartungen hätten die

---

[9] Einen Überblick der noch nicht vereinheitlichten Theorien der Behavioral Finance bieten: Joachim Goldberg/Rüdiger von Nitzsch, Behavioral Finance – Gewinnen mit Kompetenz. München 1999; Peter Roßbach, Behavioral Finance – Eine Alternative zur vorherrschenden Kapitalmarkttheorie?, Working Paper Nr. 31, Hochschule für Bankwirtschaft. Frankfurt am Main, August 2000.

[10] Eine Übersicht der festgestellten Anomalien bietet Hendrik Garz, Prognostizierbarkeit von Aktienrenditen – Die Ursachen von Bewertungsanomalien am deutschen Aktienmarkt. Wiesbaden 2000, S. 7–17.

[11] Sarah Müller, Die Bewertung junger Unternehmen und Behavioral Finance – Eine theoretische und experimentelle Untersuchung. Köln 2003. Piel bearbeitet die Krise aus kommunikationstheoretischer Perspektive. Sie beschreibt „(...) den Absturz des Neuen Marktes als selbstdestruktive Reaktion angesichts gesteigerten Komplexitätsdrucks (...)”. Sie hält die Kommunikationszusammenhänge für zentral und untersucht diese nach zeitlichen, sachlichen und sozialen Hinsichten. Ein Schwerpunkt ist dabei die Funktion von so genannten Experten, deren Äußerungen in unüberschaubaren Situationen Objektivität zugesprochen wird. Konstanze Piel, Ökonomie des Nichtwissens – Aktienhype und Vertrauenskrise im Neuen Markt. Frankfurt am Main 2003.

[12] Siehe z.B. Müller, Bewertung junger Unternehmen, S. 91.

[13] Siehe für viele Giancarlo Giudici/Peter Roosenboom, The Long-Term Performance of Initial Public Offerings, in: Giancarlo Giudici/Peter Roosenboom, The rise and fall of Europe`s new stock markets. Amsterdam 2004, S. 329-354; Daniel M. Evans, Tendenzen in der Venture Capital Finanzierung in den USA, in: Wilhelm Schmeisser/Dieter Krimphove (Hrsg.), Vom Gründungsmanagement zum Neuen Markt – Strategien für technologieorientierte kleine und mittlere Unternehmen. Wiesbaden

Akteure die Aktienwerte deutlich von den Fundamentalwerten entfernt und dadurch eine Blase geschaffen, die sich in einem Crash entladen habe.[14] Die Grundlagen für die Krise wurden nach ihnen also in der Phase des Börsenbooms geschaffen. Differenzen in der Literatur ergeben sich hinsichtlich der Frage, ob dieser Überschwang vermeidbar gewesen wäre oder nicht. Letzteres behaupten die Vertreter der Behavioral Finance, wenn sich die Euphorie prinzipiellen, menschlichen kognitiven Mängeln verdanke; aber auch die wenigen marxistisch orientierten Autoren, wenn sie die Emanzipation der Finanzmärkte von der Realwirtschaft als politökonomische Tendenz behaupten.

2. Problemstellung

Am Anfang dieser Arbeit stand der Eindruck, dass in vielen Erklärungen allzu leichtfertig eine mögliche rationale Spekulation auf die Unternehmen am Neuen Markt im Besonderen und auf Aktiengesellschaften im Allgemeinen unterstellt wird, wenn sie die Akteure in ihrem davon abweichenden wirtschaftlichen Verhalten zum Grund der Krise erheben. Prominent sind in diesem Zusammenhang die so genannten „Fundamentalwerte“, welche als rationaler Kern der Spekulation behauptet werden. Deren Substanz, zumal bei den Unternehmen am Neuen Markt, wird überwiegend unterstellt und nicht erklärt. Als Bezugspunkt für die ausgemachte Abweichung der Akteure sind sie aber für die Krisenerklärungen dieser Art unverzichtbar.

Gegen die Erklärungen aus der Behavioral Finance, welche die volkswirtschaftliche Kapitalmarkttheorie theoretisch mittragen, deren empirischer Geltung aber widersprechen, ist in diesem Zusammenhang zudem einzuwenden, dass ökonomische Prozesse, die der Mensch aufgrund seiner Natur nicht kontrollieren kann, nicht rational sind. Mit dem gleichen Recht könnte man sonst jede kindliche Träumerei vom Schlaraffenland als vernünftig erklären und den Menschen relativ dazu als unfähig, weil seine Natur ihm Arbeit als Mittel zur Bedürfnisbefriedigung vorschreibt. Entsprechend kann der „theoretisch“ vernünftige Kapitalmarkt auch nicht als Vergleichsfläche dienen, um die angebliche Irrationalität der Akteure zu

---

2001, S. 248 und Elmar Altvater, Wenn die Titanen streiten und stürzen, in: Freitag, 4.10.2002. „Irrational Exuberance”, so auch der Titel eines in der breiteren Öffentlichkeit wahrgenommenen Buches über das Steigen der Börsen Ende der Neunziger von Robert J. Shiller. New Jersey 2000.

[14] „[T]he general stock price bubble is the main culprit.” Hans-Peter Burghof and Adrian Hunger, The Neuer Markt: An (overly) risky asset of Germany’s financial system, in: Giancarlo Giudici/Peter Roosenboom, The rise and fall of Europe`s new stock markets. Amsterdam 2004, S. 316. „If the bubbles inflate too much or too long, they may collapse in ‘crashes’.” Didier Sornette, Why Stock Markets Crash – Critical Events in Complex Financial Systems. Princeton 2003, S. XV.

beweisen.

Die Zweifel, die an den Theorien zu Fundamentalwerten und relativ dazu übertriebenen Börsenaktivitäten angebracht sind, führen sich fort in der Frage, wie der Umschwung von der Börsenblase in den Börsencrash zu erklären ist. Unterstellt ist bei diesem behaupteten Zusammenhang ein „zu viel“ an Emanzipation der Aktienbewertung von den so genannten realwirtschaftlichen Daten, welche im Crash auf ein rechtes Maß zurückgeführt werden würden.

Allerdings behauptet die marxistische Tradition im Gegensatz zur volkswirtschaftlichen Finanzmarkttheorie, dass der Finanzmarkt immer schon vom produktiven Kapital emanzipiert ist, indem er zukünftige Gewinne antizipiert und den Rechtstiteln auf diese einen gegenwärtigen Wert zuschreibt.[15] Im Falle eines Börsencrashs geben aber auch sie als Grund die Bewegung des produktiven Kapitals an und unterstellen einen Prozess, in dem die Emanzipation auf eine Identität zurückgeführt wird. Die Emanzipation des Finanzmarktes erscheint so als Normalität und zugleich als der Grund für den Einbruch. Wenn aber die Emanzipation der Börsenwerte einen Grundzug derselben darstellt, wie kann dann die Bewegung des produktiven Kapitals als Grund für den Einbruch gelten?

3. Fragestellung und Gliederung der Arbeit

In dieser Arbeit wird daher der Spekulationsinhalt des Neuen Marktes mit dem Fokus auf die rationale Zugänglichkeit erneut geprüft. Auf welche besondere betriebswirtschaftliche Zukunft sollte am Neuen Markt spekuliert werden? Welches besondere betriebswirtschaftliche Risiko war den verschiedenen Aktiengesellschaften gemeinsam? Aus diesen Besonderheiten erklärt sich, so ein Ergebnis dieser Untersuchung, die schwierige Finanzierungslage für diese Unternehmen nicht nur an der Börse, sondern auch bei Banken oder Wagniskapitalgebern.[16] Vor dem Neuen Markt herrschte bezüglich der

[15] Z.B. bei Windolf, welcher sich sowohl auf Marx als auch auf Keynes bezieht: „Daraus kann man nicht den Schluss ziehen, Aktienmärkte könnten sich beliebig weit von den Werten der Realökonomie entfernen. Post hoc werden sie immer wieder an die Realökonomie angekoppelt, d.h. nach Vorlage der Bilanzen, die Auskunft über die Profitabilität während der vergangenen Periode geben (sog. ‚Fundamentaldaten’). Aber der Aktienmarkt ist dann schon wieder mit der ‚nächsten’ Zukunft beschäftigt.“ Paul Windolf, Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in: Paul Windolf (Hrsg.), Finanzmarkt-Kapitalismus – Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005, S. 31.

[16] Im Folgenden wird für die englische Bezeichnung Venture Capital (VC) die deutsche Übersetzung Wagniskapital benutzt. Wagniskapitalgesellschaften stellen eine spezifische Teilmenge der Beteiligungsgesellschaften dar, welche im Englischen als Private Equity bezeichnet werden.

Finanzierungsmöglichkeiten in der wirtschaftspolitischen Debatte zur Förderung kleiner und mittlerer innovativer Unternehmen ein pessimistischer Grundton.[17] Wie hat sich die Deutsche Börse AG in ihrer Konstruktion des Neuen Marktes auf diese Hindernisse bezogen und was ist unterstellt, wenn dieses neue Börsensegment für zumindest drei Jahre die Finanzierungsschwierigkeiten erfolgreich überwunden hat? Die These, die mit der Untersuchung begründet werden soll, lautet, dass die Akteure am Neuen Markt nicht nur faktisch äußerst optimistisch eingestellt waren, sondern dieses für das Gelingen des Neuen Marktes auch sein mussten. Ein falsches Bewusstsein über die wirtschaftliche Verfassung der Unternehmen und über die Börse selbst war notwendig, um den Neuen Markt überhaupt ins Leben zu rufen. Insofern die Krise pfadabhängig von der Stimmung im Börsenboom war, was die bisherigen wissenschaftlichen Erklärungen unterstellen, wäre mit dieser Begründung die Krise des Neuen Marktes notwendig und nur vermeidbar unter völliger Absehung vom Projekt Neuer Markt gewesen.

Gemäß der Frage nach dem rationalen Zugang zur Spekulation am Neuen Markt wird weiter untersucht, mit welchen Bewertungsmaßstäben die Kurse begründet bzw. gerechtfertigt wurden. Entgegen dem verbreiteten Urteil, nach dem die Akteure herkömmliche Maßstäbe ignoriert hätten, zeigt sich, dass diese nur modifizierend mit ihnen umgegangen sind, entsprechend der Besonderheit der Aktiengesellschaften am Neuen Markt.[18] Damit zeigt sich die Spekulation am Neuen Markt nicht als das ganz Andere zu Aktivitäten auf anderen Börsenplätzen. Sie zeigt aber in besonders augenscheinlicher Form die immanenten Drangsale einer „rationalen Spekulation“.

In einer kritischen Auseinandersetzung mit der quantitativ orientierten Blasentheorie, welche nach demjenigen Punkt sucht, an dem die Spekulation

---

Beteiligungsgesellschaften erwerben Anteile oder ganze Unternehmen mit dem Ziel, sie rentabel weiterzuverkaufen. Wagniskapitalgesellschaften verfolgen denselben Renditeweg, haben ihre Besonderheit aber darin, dass sie auf die Frühphasenfinanzierung innovativer Unternehmen spezialisiert sind. Die hier verwendeten Übersetzungen der englischen Bezeichnungen werden in der Literatur nicht einheitlich verwendet. Für Venture Capital finden sich auch die Bezeichnungen „Risikokapital“, „Spekulationskapital“ oder „Wagnisfinanzierungsgesellschaften“. Zur semantischen Diskussion siehe John P. Jessen, Venture Capital in Deutschland und in den USA – Methoden zur Managementbetreuung von innovativen Frühphasenunternehmen. Frankfurt am Main 2002, S. 57f.

[17] Siehe z.B. Uwe Christians, Aktivitäten von Kreditinstituten im Rahmen des Existenzgründungsprozesses, in: Wilhelm Schmeisser/Dieter Krimphove (Hrsg.), Vom Gründungsmanagement zum Neuen Markt – Strategien für technologieorientierte kleine und mittlere Unternehmen. Wiesbaden 2001, S. 57 oder BMWi, Wagniskapital. Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft. Bonn 1997, S. 15.

[18] Siehe z.B. Spiegel, 03.04.2000, S. 35, FAZ, 03.04.2000, S. 35 und Altvater, Titanen, in: Freitag, 4.10.2002.

übertreibt, wird mit Marx ein Schritt zurück in die Qualität des fiktiven Kapitals vorgenommen, um von dort aus den Umschlag in die destruktive Natur desselben zu bestimmen. Die Diskussion entfernt sich im Grad der Abstraktion weiter vom Neuen Markt, wird aber abschließend zurückgeführt auf die Frage, was der Grund der Krise dieses besonderen Börsensegmentes war.

Die Behandlung der aufgeworfenen Fragen und die Auseinandersetzung mit der wissenschaftlichen Literatur zum Neuen Markt im Besonderen und zu Kapitalmärkten im Allgemeinen ist der Inhalt des zweiten Abschnitts dieser Arbeit.

Der erste Abschnitt widmet sich zunächst einer Inhaltsanalyse der *Frankfurter Allgemeinen Zeitung* (FAZ), des *Spiegels* und der *BILD-Zeitung* (BILD). Diese drei auflagenstarken Printmedien mit unterschiedlicher Ausrichtung werden hinsichtlich der Frage untersucht, wie sie die Krise des Neuen Marktes erklärt haben. Die Inhaltsanalyse ist für die obige Forschungsfrage nach dem rationalen Zugang zum Börsengeschehen in mehreren Hinsichten von Bedeutung:

Zu Beginn des Forschungsprozesses dieser Arbeit war abgesehen von populären Aufmachern noch kaum ausführliche Literatur zur Krise des Neuen Marktes erschienen.[19] Bis zum Abschluss dieser Arbeit hat sich dies nur leicht geändert.[20] Mit

[19] Alleine folgende drei Arbeiten lagen vor: Müller, Bewertung junger Unternehmen; Piel, Ökonomie des Nichtwissens und Stefan Kühl, Exit. Wie Risikokapital die Regeln der Wirtschaft verändert. Frankfurt am Main/New York 2003. Die technischen und wirtschaftlichen Versprechen der "New Economy" wurden allerdings schon 2001 hinterfragt, z.B. bei Christoph Scherrer, New economy – explosive growth driven by a productivity revolution? Berlin 2001. Für die populäre Literatur stehen für viele: Andreas Lindenberg, Albtraum Neuer Markt – Eine brisante Internetstory vom Aufstieg und Fall eines Zukunftsunternehmens. München 2001; Detlef Gürtler, Der Minus-Milliardär – Wie Thomas Haffa EM.TV erst zur heißesten Aktie und dann zur heißesten Luft am Neuen Markt machte. Berlin 2001 und Renate Daum, Außer Kontrolle – Wie Comroad & Co. Deutschlands Finanzsystem austricksen. München 2003.

[20] Hinzugekommen ist vor allem ein Sammelband: Giancarlo Giudici/Peter Roosenboom, The rise and fall of Europe`s new stock markets. Amsterdam 2004 und die Arbeit von Sigurt Vitols/Lutz Engelhardt, National Institutions and High Tech Industries: A Varieties of Capitalism Perspective on the Failure of Germany's "Neuer Markt", in: Discussion papers/WZB, Forschungsschwerpunkt Markt und Politische Ökonomie, Arbeitsgruppe Institutionen, Staaten, Märkte, 2005/03. Implizit sind in den Arbeiten zu Bewertungsfragen Krisenerklärungen nahe gelegt: Vatchagan Vartanian, Innovationsleistung und Unternehmenswert - empirische Analyse wachstumsorientierter Kapitalmärkte. Wiesbaden 2003; Günther Kusterer, Unternehmensbewertungsverfahren zur Emissionspreisbestimmung bei Börsengängen von Wachstumsunternehmen am Neuen Markt. Frankfurt am Main 2003; Alexander Mathieu, Strategie in High-Velocity-Märkten - Konzeptionalisierung, Operationalisierung und Erfolgswirkung. Wiesbaden 2004; Sabine Weissinger, Realoptionen als Bewertungsansatz für Wachstumsunternehmen. Aachen 2004; Dirk Lubig, Underpricing und langfristige Perfomance der IPOs am Neuen Markt – eine ökonometrische Analyse für den Zeitraum von 1997 bis 2003. Frankfurt am Main 2004 und Christian Tietze, Underpricing am Neuen Markt – eine empirische Untersuchung für den Zeitraum 1997 – 2002. Hamburg 2005. Ebenso sind implizite Ursachenbestimmungen der Krise in betriebswirtschaftlichen oder

der Untersuchung verschiedener Printmedien ließ sich dagegen ein umfangreiches Panorama von Krisenerklärungen herausarbeiten, anhand der vorhandenen Widersprüche innerhalb der Erklärungen Aussagen als zweifelhaft kennzeichnen, offene Fragen festhalten und neue Fragen entwickeln.

Vor allem aber zeigt die Inhaltsanalyse eine ebenfalls überwiegend akteurskritische Stoßrichtung der Printmedien, welche detailliert an den verschiedenen Börsengruppen wie Anlegern, Banken, Unternehmen und den regelsetzenden Instanzen durchgeführt wird. Die „rationale Spekulation" als Postulat dient dabei überwiegend als Folie der Kritik. Zugleich sind jedoch auch Hinweise auf die Unmöglichkeit einer solchen Spekulation zu finden. Insofern die untersuchten Printmedien sich bei der Erklärung der Krise in Widersprüche verwickeln, kann der ideologische Kern ihrer Erklärungen herausgearbeitet werden.[21] Dieser kann leicht in den heutigen tagespolitischen Besprechungen von Finanzmarktphänomenen wieder gefunden werden. Da die Printmedien ein wichtiger Verbreitungskanal von vorhandenen oder eigenständig produzierten Inhalten sind, kann die Inhaltsanalyse letztlich auch als eigenständiger Beitrag zu den Fragen gelten, wie und welche „Stories" die Finanzmärkte begleiten und welches Verhalten dadurch gefördert wird.[22]

4. Der Neue Markt – ein Überblick

Strukturell hat die Deutsche Börse AG mit dem Neuen Markt Neuland betreten. Während zuvor 1987 mit dem Geregelten Markt versucht wurde, kleine und mittlere Unternehmen für die Börse zu gewinnen, indem die Anforderungen gegenüber dem

---

finanzwissenschaftlichen Spezialuntersuchungen vorhanden: Ralf Moldenhauer, Krisenbewältigung in der New Economy. Wiesbaden 2004; Jörg Lübcke, Neue Ökonomie und Banken. Frankfurt am Main 2004 und Stefanie A. Franzke, Venture Capital in Deutschland und der Neue Markt – Eine empirische Untersuchung. Frankfurt am Main 2005.

[21] Der Begriff „Ideologie", wie er in dieser Arbeit verwendet wird, enthält einerseits den einfachen Gehalt von einem falschen Bewusstsein über einen Gegenstand. Der Begriff enthält darüber hinaus materielle und ideelle Grundlagen des falschen Bewusstseins. Dies geschieht in Anlehnung an Marx, welcher in der Bestimmung des Warenfetischs darlegt, wie das praktische Interesse, die Ware für sich als Mittel zu benutzen, die Erkenntnis derselben als gesellschaftliches Produkt menschlichen Handelns verhindert. Siehe Karl Marx, Das Kapital - Kritik der Politischen Ökonomie, Erster Band, Buch I, Der Produktionsprozeß des Kapitals, in: MEW 23, S. 89: „Was die Produktenaustauscher zunächst praktisch interessiert, ist die Frage, wieviel fremde Produkte sie für das eigne Produkt erhalten (...). (...) Ihre eigne gesellschaftliche Bewegung besitzt für sie (die Austauschenden; H.K.) die Form einer Bewegung von Sachen, unter deren Kontrolle sie stehen, statt sie zu kontrollieren."

[22] „People are subject to being highly influenced by the mass media and each other, especially with regard to financial market behavior." Patricia A. Adler/Peter Adler, The Market as Collective Behavior, in: Patricia A. Adler/Peter Adler, The Social Dynamics of Financial Markets. Connecticut 1984, S. 90.

Amtlichen Handel gesenkt wurden, waren die Publikationsverpflichtungen für die innovativen Unternehmen relativ hoch. Auch wenn zu Zeiten der Krise allgemein beklagt wurde, dass die Unternehmen diese Verpflichtungen für bloße Reklame ausnutzen würden, entsprachen die Anforderungen dem internationalen Standard.[23] Neu war auch die Verpflichtung für die Aktiengesellschaften, mindestens einen Betreuer (Designated Sponsor) zu stellen, in der Regel eine Bank, welche jederzeit Kauf- und Verkaufsangebote in einer engen Preisspanne stellen musste. Damit sollte ein liquider Sekundärmarkt an der Börse unterstützt werden.[24] Im Vertragswerk war weiterhin verankert, dass die Alteigentümer ihre Aktien erst sechs Monate nach Börsenstart veräußern durften.[25] Ab 1. März 2001 mussten Vorstände und Aufsichtsräte Käufe und Verkäufe der Aktien des eigenen Unternehmens spätestens drei Tage nach Verkauf melden.[26]

Der Verlauf des Neuen Marktes lässt sich grob in eine Boomphase und eine Phase des Niedergangs aufteilen. Bis zum März 2000 waren am Neuen Markt 230 Gesellschaften gelistet. In zunehmendem Maße nahmen Unternehmen die Gelegenheit wahr, an den Neuen Markt zu gehen. Zum Ende des Jahres 1997 waren 17 Aktiengesellschaften gelistet, 1998 kamen 46 Unternehmen neu hinzu, 140 weitere im Jahr 1999. Das Interesse der Investoren nahm ebenfalls zu, was sich in den allgemeinen Kurssteigerungen ausdrückte. Als Markenzeichen des Neuen Marktes galt bis zum März 2000 das Initial Public Offering (IPO), die Erstemission der Aktien an der Börse. Diejenigen Anleger, welche an diese Aktien gelangen konnten, durften sich in der Regel über eine deutliche Kurssteigerung bereits am ersten Tag freuen.

Das Börsensegment funktionierte für die beteiligten Akteure über drei Jahre. Die Unternehmen konnten das Kapital für ihr Geschäft erweitern und die Banken

---

[23] Zu den Publikationsverpflichtungen gehörten: Jahresabschluss nach IAS, US-GAAP, Quartalsberichte, kursbeeinflussende Neuigkeiten unmittelbar zu veröffentlichen (ad-hoc-Berichte), Publikationen generell in englisch und deutsch, mind. eine Analystenveranstaltung pro Jahr. Deutsche Börse AG, Regelwerk Neuer Markt, S. 21-23.

[24] Deutsche Börse AG, Regelwerk Neuer Markt, S. 24. Der „Primärmarkt“ bezeichnet den Handel mit neu emittierten Wertpapieren, während der „Sekundärmarkt“ den anschließenden Handel mit bereits emittierten und umlaufenden Wertpapieren bezeichnet. Siehe Alfred B.J. Siebers/Martin M. Weigert, Börsen-Lexikon. München 1998, S. 297.

[25] Deutsche Börse AG, Regelwerk Neuer Markt, S. 22.

[26] Damit ist das Regelwerk des Neuen Marktes und die Reformen, die es vor allem in der Krisenphase erfahren hat, keineswegs erschöpfend dargestellt. Für eine einleitende Darstellung mag diese aber reichen. Im Laufe dieser Arbeit werden Details an denjenigen Stellen nachgeliefert, an denen sie relevant werden.

verdienten über die Begleitung der Emissionen, als Betreuer oder im Fondsgeschäft. Die Anleger konnten zwar keine nennenswerten Dividenden erzielen, wurden aber durch die Wertsteigerung ihrer Aktien bedient.[27] Nicht zuletzt hat sich der rege Handel für die Deutsche Börse AG über die Gebühren ausgezahlt.

Rückblickend lässt sich als Beginn der Krise des Neuen Marktes die Mitte des März 2000 festhalten, die in ihrem Gesamtverlauf auch als „Crash auf Raten" bezeichnet wird.[28] Zwar gab es bereits im zweiten Quartal 1998 und im ersten Quartal 1999 gemessen am Nemax Kurseinbrüche, allerdings stiegen die Kurse anschließend im Allgemeinen wieder.[29] Dies war seit dem März 2000 in der Tendenz nicht mehr der Fall. Bis in den Herbst 2000 folgte eine leichte Abwärtsbewegung, bis der nächste deutliche Einbruch folgte. Bis in das dritte Quartal 2001 gaben die Werte des Neuen Marktes - von kurzen Ausschlägen nach oben unterbrochen - immer wieder deutlich nach. Von Oktober bis zum Dezember stiegen die Kurse wieder, allerdings auf sehr niedrigem Niveau, um im Jahr 2002 wieder kontinuierlich zu fallen. Gewinne am ersten Tag der Emission konnten die Anleger seit dem März 2000 nicht mehr verbuchen. Neue Unternehmen kamen kaum mehr an den Markt, im Juli 2001 kam schließlich der IPO-Bereich ganz zum Erliegen. Ab dem September 2000 häuften sich Insolvenzen und Regelverletzungen am Neuen Markt wurden öffentlichkeitswirksam in Szene gesetzt. Nach und nach überlegten Unternehmen einen Segmentwechsel, weg vom Neuen Markt hin zum Geregelten Markt und setzten dies auch in die Tat um. Die zunehmende Abkehr sowohl von Anlegern als auch von Unternehmen bewegte die Deutsche Börse AG dazu, am 16.10.2002 anzukündigen, den Neuen Markt im darauf folgenden Jahr zu schließen und eine Neuordnung der Frankfurter Börse durchzuführen. Ein gesondertes Börsensegment für kleine und mittlere innovative Unternehmen war dabei nicht mehr vorgesehen, ein Index für Technologiewerte wird dagegen bis heute weitergeführt.

Diese knappe Darstellung des Börsenverlaufs verzichtet auf das Referat von Begleitumständen, die relevant für die Erklärung sein könnten, werden diese doch in

---

[27] „Während im Neuen Markt die durchschnittliche Dividendenrendite in den Jahren 1997 bis 1999 bei 0,2% liegt, ist diese in den traditionellen Segmenten wesentlich höher: Zwischen 1985 und 1999 wurde im Schnitt mit einer Dividendenrendite von 2,6% geplant." Wolfgang Blättchen, Warum Sie überhaupt an die Börse gehen sollen – die Sicht des externen Beraters, in: Gerrit Volk (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgard 2000, S. 20.

[28] Siehe beispielsweise FAZ, 02.01.2001, S. 11 oder Müller, Bewertung junger Unternehmen, S. 138.

[29] Der Nemax umfasste alle am Neuen Markt gelisteten Unternehmen. Dieser Index wurde am 01.07.1999 vom Nemax All Share-Index abgelöst. Parallel wurde der Nemax 50 eingeführt, welcher die 50 größten Unternehmen am Neuen Markt enthielt.

der Arbeit in beiden Abschnitten zu genüge ausgeführt und diskutiert.

5. Begriffserläuterung: Crash und Krise

Die Begriffe „Crash“ und „Krise“ werden in den untersuchten Printmedien und der wissenschaftlichen Literatur nicht einheitlich verwendet. Daher wird kurz deren Verwendung in dieser Arbeit dargelegt.

Ein Börsenkrach, Börsencrash oder Börseneinbruch bezeichnet eine Zeit „dramatisch fallender Aktienkurse“.[30] Der Einbruch der Kurse ist dabei allgemein, bezieht sich also nicht nur auf einzelne Unternehmen oder eine Branche. Der Einbruch muss weiter deutlich sein, wobei die dabei unterstellte Mindesthöhe, ob absolut oder in Prozenten ausgedrückt, nicht einheitlich definiert ist. Auch die zeitliche Dimension variiert. So ist in den Printmedien bereits an einem Tag, an dem die Kurse deutlich nachgeben, von einem Crash die Rede. So könnte man von einem Tagescrash sprechen. Halten die Kursrückgänge dann über eine Woche oder einen Monat an, so wird rückblickend der gesamte Zeitraum als ein Crash bezeichnet. Entsprechend hat sich für den dreijährigen anhaltenden Niedergang der Börsenkurse am Neuen Markt die Bezeichnung „Crash auf Raten“ durchgesetzt. Viele einzelne Crash-Tage oder Monate werden so unter einen großen Crash subsumiert.

Ein Crash bezeichnet ein Börsenphänomen, erklärt dieses aber nicht. Daher ist ein wissenschaftlicher Streit um eine exakte Definition nicht sinnvoll. Für diese Arbeit ist nur darauf hinzuweisen, dass oft vom „Crash im März 2000“ und vom „Crash im September/Oktober 2000“ gesprochen wird, obwohl entsprechend der vagen Definition der Crash im März auch als März/April-Crash und der Crash im Herbst 2000 auch als bis in den Dezember anhaltend betrachtet werden könnte. Die gewählten Bezeichnungen verdanken sich mehr der Wahrnehmung seitens der untersuchten Printmedien, weil diese im März und Herbst 2000 deutlich ihre Krisenerklärungen änderten.

Der Begriff der „Krise“ bezeichnet nicht nur ein Phänomen, sondern unterstellt ein Prinzip des Funktionierens, welches in Frage gestellt ist, weil dessen Bedingungen wegfallen. Im Falle der Börsekrise ist also das Funktionsprinzip als bekannt unterstellt, damit man sinnvoller Weise von einer Krise sprechen kann. Davon sind etwaige Auswirkungen der Krise zu trennen, auch wenn sie zugleich

[30] Siebers/Weigert, Börsen-Lexikon, S. 56.

verstärkende Momente derselben sein können. In dieser Arbeit werden das Lebensprinzip der Börse im Allgemeinen und des Neuen Marktes im Besonderen und damit auch die Krise erst mit dem letzten Kapitel abschließend begründet. Die vorherigen Kapitel leisten für diesen Schluss die Vorarbeit. Wenn daher in der gesamten Arbeit von der „Krise des Neuen Marktes“ gesprochen wird, so geschieht dies immer mit der Unterstellung eines Vorverständnisses. Für dieses reicht es aus zu wissen, dass ein Börsensegment auf einen permanenten Handel angewiesen ist, d.h. auf das Interesse der Anleger an den gehandelten Aktien und auf das Interesse der Unternehmen, den Handel ihrer Aktien über das Segment abzuwickeln. Auf beiden Seiten hat das Interesse ab dem März 2000 zunehmend abgenommen, so dass die Deutsche Börse AG sich entschlossen hat, das Segment ganz zu schließen. Der Neue Markt hatte also nicht nur eine Krise durchlitten, sondern darüber hinaus nicht die Momente entwickelt, welche die Krise überwunden hätten. Insofern wird in dieser Arbeit auch von einer Endkrise gesprochen.

6. Inhaltsanalyse

Der Gegenstand des ersten Abschnitts dieser Arbeit sind die Krisenerklärungen des Neuen Marktes in ausgewählten deutschen Printmedien. Damit wird an soziologische Arbeiten angeknüpft und versucht, das Panorama von Vorstellungen über die Börse auf die bisher nicht bearbeitete Phase der Krise auszuweiten. Wenn der *Spiegel* in Hinsicht auf Finanzkrisen feststellt, dass „finanzielle Pleiten zu schnell vergessen würden“[31], ist zu prüfen, ob die während einer Krise gebildeten Erklärungen dieser Demenz nicht Vorschub leisten. Das Forschungsprojekt entspricht aber keineswegs einer Analyse der öffentlichen Meinung, sondern einer Wirkungspotentialanalyse, also einer Analyse der veröffentlichten Meinung.[32]

Ein Mangel in der soziologischen Literatur ist die Tendenz zum Unspezifischen. Trotz der oft vorhandenen Aussagen, dass die Inhalte der verbreiteten Vorstellungen ein bestimmtes Verhalten stimulieren, verlegen die Studien ihren Schwerpunkt auf die bloße Form der Verbreitung.[33] Dies gilt auch für die Arbeit von Piel. Sie kündigt

[31] Spiegel, 32/2000, S. 56f. Siehe auch FAZ, 15.06.2002, S. 25.

[32] Siehe Norbert Groeben/Ruth Rustemeyer, Inhaltsanalyse, in: Eckard König/Peter Zedler (Hg.), Bilanz qualitativer Forschung Band II – Methoden. Weinheim 1995, S. 546f.

[33] So bei John Levi Martin, Power, Authority, and the Constraint of Belief Systems, in: American Journal of Sociology, Vol. 107, Jan. 2002, S. 861-904; Martin Zeitler, Politische Ökonomie von Kollektivphänomenen – Kollektives Handeln und soziale Bewegungen aus markttheoretischer Sicht. Bayreuth 2000 und Daniel Bar-Tal, Group Beliefs – A Conception for Analyzing Group Structure,

zwar an, die Kommunikationszusammenhänge am Neuen Markt zeitlich, sachlich und sozial näher betrachten zu wollen, doch sucht man die sachlichen Zusammenhänge in ihren Ausführungen vergeblich.[34]

Im Gegensatz dazu macht diese Arbeit den Inhalt zum expliziten Schwerpunkt, indem die Erklärungen der Krise untersucht werden. Es geht um die Frage, welche Vorstellungen den Niedergang des Neuen Marktes begleitet haben, welche Schlüsse gezogen und welche Urteile gefunden wurden, um dessen Krise zu erklären.[35]

Mittels einer Inhaltsanalyse des *Spiegels*, der *Frankfurter Allgemeinen Zeitung* (FAZ) und der *Bild-Zeitung* (BILD) werden zunächst allgemeine Erklärungsmuster der Krise am Neuen Markt erfasst und immanent auf ihre Stichhaltigkeit geprüft. Widersprüche innerhalb der Erklärungen oder Diskrepanzen zwischen zwei verschiedenen Erklärungsweisen sind der hermeneutische Hebel um Übertreibungen, Storys, kurz: ideologische Vorstellungen herauszuarbeiten.

Die Art der Darstellung, Bilder, Überschriften oder der Raum, der diesen Erklärungen geboten werden, sind nicht Gegenstand dieser Inhaltsanalyse. Auch nicht die Frage, ob die Informationen richtig sind. „Börsenguru Förtsch steht vor Gericht wegen Verdacht auf Insiderhandel“ ist ein Satz, der ein Faktum oder eine empirische Gegebenheit darstellen will. Solche Sätze sind für die Inhaltsanalyse nur dann von Belang, wenn in den untersuchten Printmedien zugleich deutlich gemacht wird, dass darin eine Krisenursache gesehen wird.[36]

6.1. Quellen und Untersuchungszeitraum

Medien wie Zeitungen, Fernsehen oder Radio nehmen in ihrer Berichterstattung verschiedene Sichtweisen an und vermitteln diese. Ein Standpunkt ist der des Funktionierens des Ganzen, im Falle der Börse der des reibungslosen Verlaufs. Zugleich wird der Standpunkt einzelner Akteure angenommen, ihre Schwierigkeiten

---

Processes, and Behavior. New York 1990.

[34] Siehe Piel, Ökonomie des Nichtwissens, S. 12.

[35] Indem diese Arbeit die Begründungen der Vorstellungen mit einbezieht geht sie über das hinaus, was bei Basu unter „beliefs“, bei Adler/Adler unter „news“ als „constructed reality“ oder „opinions“ verstanden wird. Kaushik Basu, Prelude to Political Economy – A Study of the Social and Political Foundations of Economics. New York 2000, S. 101f.; Adler/Adler, Collective Behavior, S. 90.

[36] „Die Urteile sind von Sätzen unterschieden; die letzteren enthalten eine Bestimmung von den Subjekten, die nicht im Verhältnis der Allgemeinheit zu ihnen steht, - einen Zustand, eine einzelne Handlung und dergleichen; ‚Cäsar ist zu Rom in dem und dem Jahre geboren, hat 10 Jahre in Gallien Krieg geführt, ist über den Rubikon gegangen’ usf. sind Sätze, keine Urteile.“ Georg W.F. Hegel, Enzyklopädie der philosophischen Wissenschaften im Grundrisse, Erster Teil. Frankfurt am Main 1986, S. 319 (§167).

besprochen, aber auch ihr Handeln relativ zum Gelingen des Allgemeinen bewertet. Für ein breites Inhaltspanorama bieten solche Medien im Gegensatz zu Stellungnahmen einzelner Börsenakteure also den Vorteil, dass verschiedene Sichtweisen zur Sprache kommen.

Darüber hinaus spielen die Medien für die Verbreitung von Erklärungsmustern gerade über die Börse eine wichtige Rolle, was auch selbstkritisch in der Krise reflektiert wurde.[37] Dies wiegt für den Neuen Markt umso schwerer, als dass in diesem Segment viele Kleinanleger beteiligt waren, welche im Gegensatz zu Banken über keine eigenständigen Informationsquellen verfügen.[38]

Der *Spiegel* bot sich als Untersuchungsmaterial an, weil dessen Konzeption Leser voraussetzt, die tagespolitische Informationen aus anderen Medien beziehen. Hintergrundberichte, analytische Zusammenfassungen und explizite Stellungnahme sind in der Spiegelredaktion primäre Artikelformen. Er besitzt relativ zu anderen Zeitschriften (z.B. Focus) einen hohen Textanteil und kommt auf den Monat hochgerechnet auf ebensoviel Wirtschaftsberichterstattung wie explizite Wirtschaftszeitschriften (Capital, DM, Impulse, Manager Magazin, Wirtschaftswoche).[39] Der *Spiegel* richtet sich an eine Leserschaft, welche eine fortlaufend kritische Berichterstattung für einen konstruktiven, gesellschaftlichen Beitrag hält.[40]

Die *FAZ* gilt in wirtschaftlichen Fragen als kompetente Tageszeitung mit einer umfangreichen eigenständigen Wirtschaftsredaktion und Finanzteil. Sie richtet sich an eine konservative Leserschaft und besitzt im Vergleich zum *Handelsblatt* und der *Financial Times Deutschland* (FTD) eine größere Reichweite. Die *FTD* erscheint zudem erst ab 1999 und umfasst deshalb nicht die Jahre des Aufstiegs des Neuen Marktes. Zwar besitzt die *FAZ* einen hohen Anteil an bloßer Informationsberichterstattung, führt diese aber regelmäßig in kommentierenden

---

[37] Z.B. im Spiegel, 11/2000, S. 112: „Seit auch die Boulevardzeitungen das Thema entdeckt haben, ist erst recht kein Halten mehr. ‚Spekulier dich reich' betitelt etwa die ‚Bild' sein Börsenspiel. Und die ‚Hamburger Morgenpost' veröffentlichte ihren neuen Finanzteil (‚Aktienkauf kinderleicht') weit vor Sport, Sex und Fernsehen, den bisherigen Zugpferden des Blattes." Siehe auch, Spiegel 15/2000, S. 101, Spiegel 32/2000, S. 54, Spiegel 42/2000, S. 119. Für die FAZ siehe FAZ, 11.07.2001, S. 25 und FAZ, 06.03.2002, S. 13. In der BILD fehlt eine kritische Reflexion über die Medien.

[38] Siehe die tabellarische Gegenüberstellung von privaten und institutionellen Anlegern in: Andreas Oehler, Die Erklärung des Verhaltens privater Anleger – Theoretischer Ansatz und empirische Analysen. Stuttgart 1995, S. 5f.

[39] Siehe Michael Schenk/Patrick Rössler, Wirtschaftsberichterstattung in Zeitschriften. München 1996, S. 72f. und 114.

[40] Siehe Ralf Stockmann, Spiegel und Focus – Eine vergleichende Inhaltsanalyse 1993-1996. Göttingen 1999, S. 18f.

Artikeln analytisch zusammen. Sie hat dem Neuen Markt länger eine Seriosität zugesprochen, als etwa der *Spiegel*. So beschwerte sich ein Leser im Sommer 2000, dass die *FAZ* nicht deutlichere Worte im Sinne von „Abzocken" für den Neuen Markt fände. Von der politischen Ausrichtung hätte sich auch der *Focus* als Material angeboten. Hinsichtlich der Leserschaft steht dieser jedoch weniger in Konkurrenz mit dem *Spiegel* als dies in der Forschung anfänglich angenommen wurde.[41] Vom Standpunkt expliziter analytischer Erklärungen wurde die *FAZ* dem *Focus* vorgezogen, weil letzterer durch seine Konzeption „news you can use" einen höheren Schaubilderanteil enthält und die Erklärungsmuster der Krise in ihrer Beugung auf praktische Tipps dürftiger ausfallen.

Als dritte Zeitung wird die *BILD* analysiert. Ihre Leserschaft besitzt keine Schnittmenge mit dem *Spiegel* und der *FAZ* und man kann sie von der Akzeptanz her als Arbeiter- und Angestelltenzeitung bezeichnen. Mit der Telekom-Aktie und dem Neuen Markt findet sich die Börse als Thema auch in dieser Tageszeitung wieder. Interessant ist die *BILD* vor allem mit ihrem klaren Bekenntnis zur Marktwirtschaft, ihren Institutionen und leitenden Funktionären (solange sie erfolgreich sind) bei gleichzeitiger scharfer Anklage von Ungerechtigkeiten gegenüber dem „kleinen Mann". Sie förderte die Bereitschaft zur Teilnahme an der Börse bei ihrer Leserschaft durch Gewinnspiele und übte deutliche Kritik an Funktionären, wenn Kleinanleger benachteiligt wurden.

Die Erklärungen des Börsenverlaufs in den ausgewählten Printmedien sind vom Beginn des Jahres 2000 bis zum Ende des Jahres 2003 erfasst worden. Beginn und Ende besitzen wie bei jeder Arbeit mit einem bereits vergangenen Gegenstand einen gewissen Grad an Willkür. Im März 2000 beginnt die Krise des Neuen Marktes. Indem der Unsuchungszeitraum zweieinhalb Monate vorher angesetzt wird, können diejenigen Aussagen der Printmedien mit aufgenommen werden, welche in die letzte Boomphase des Neuen Marktes fallen. Damit wird eine Kontrastfläche für die spätere Krisenbesprechung geschaffen. Die ursprünglich angedachte Erfassung sämtlicher Ausgaben seit Bestehen des Neuen Marktes im Jahre 1997 erwies sich dagegen aufgrund der Fülle der zu kategorisierenden Aussagen als unpraktikabel für das Forschungsvorhaben.

[41] Siehe Schenk/Rössler, Wirtschaftsberichterstattung, S. 45.

Mit dem Beschluss der Deutschen Börse AG am 16.10.2002, den Neuen Markt im darauf folgenden Jahr zu schließen und eine Neuordnung der Frankfurter Börse durchzuführen, ließ auch das Interesse in den Printmedien nach, die Krise des Neuen Marktes zu begleiten. Dennoch ist der Jahrgang 2003 bei allen Printmedien mit aufgenommen worden. Dies verdankte sich der Vermutung, dass sich gerade in den späten Artikeln, die auf keine unmittelbare praktische Relevanz mehr bezogen waren, erneut abweichende Urteile über die Krisengründe zu finden sind. Damit sollte neben den im Börsenboom gemachten Erklärungen eine weitere Vergleichsfläche geschaffen werden.

Aus *BILD* und *Spiegel* sind alle Artikel im untersuchten Zeitraum aufgenommen worden, deren Überschrift einen eindeutigen Bezug zum Neuen Markt aufweisen. Weiterhin solche, deren Überschrift ein Börsenthema andeuten und in den ersten beiden Absätzen auf den Neuen Markt Bezug nehmen. Die *FAZ* wurde dagegen auf Grundlage einer elektronischen Vorlage auf die Bezeichnungen „Neuer Markt“, „Neuen Marktes“, „Neuem Markt“ und „Neuen Markt“ durchsucht. Alle Artikel, in denen diese deklinierten Titel des Börsensegmentes vorkommen, sind in die erste Auswahl der Artikel aufgenommen worden. Die Flut der Artikel, überwiegend aus dem Wirtschafts- und Finanzteil, machte eine weitere Einschränkung notwendig. In einer ersten Durchsicht erwiesen sich die Artikel aus dem Wirtschaftsteil als überwiegend informativ. Die wirtschaftlichen Kennzahlen der Unternehmen, die am Neuen Markt gelistet waren, wurden dort dargestellt. Allerdings fanden sich in diesen Artikeln kaum Erklärungsversuche der Börsenkrise. Lediglich die Leitartikel aus dem Wirtschaftsressort erwiesen sich als reichhaltige Quellen von Urteilen, Erklärungen und Begründungszusammenhängen über die Krise des Neuen Marktes. Daher wurden nur diese Artikel in die Untersuchung eingeschlossen, die übrigen Artikel aus dem Wirtschaftsteil dagegen ausgeschlossen. Im Finanzteil fanden sich in einer ersten Durchsicht viele Kommentare, Überlegungen und Vorstellungen zum krisenhaften Verlauf des Neuen Marktes. Entsprechend sind auch diese Artikel aufgenommen worden.

6.2. Kategorien

Sowohl die Kategorien, welche im engeren Sinne die Krisenerklärungen umfassen, als auch jene, die als Hintergrundmaterial dienen, haben zunächst die Funktion der

expliziten Systematisierung der Merkmalsfokussierung.[42] Sie legen also offen, auf welche Merkmale in den Texten geachtet und welche Aspekte entsprechend vernachlässigt wurden. Da es in dieser Arbeit nicht um eine anschließende quantitative Auswertung gehen soll, sind Doppelcodierungen zulässig und nötig. Die qualitative Ausrichtung des Forschungsprojektes macht die Reabilität notwendigerweise problematisch.[43] Durch eine zeitversetzte erneute Durchsicht der Artikel wurde diese zumindest überprüft.

Auch wenn in jüngster Zeit qualitative und quantitative Inhaltsanalysen nicht mehr prinzipiell als Gegensatz diskutiert werden, erscheint dieser wieder in dem Grad der zulässigen Flexibilität. Diese Arbeit orientiert sich in dieser Hinsicht an Mayring, welcher quantitative Analyseschritte nach erfolgter Gegenstandserfassung für möglich, aber nicht für notwendig hält. Andere Autoren würden dagegen das Forschungsprojekt nicht als Inhaltsanalyse bezeichnen.[44]

Die Krisenerklärungen der Printmedien wurden mittels der Kategorien, die im Forschungsprozess weiter entwickelt wurden, zusammengetragen. Am Anfang wurde zunächst nur der *Spiegel* anhand von Vorannahmen durchgearbeitet. Diese bestanden darin, dass der Grund der Krise im Fehlverhalten einzelner Akteure oder Akteursgruppen zu finden sei;[45] weiter darin, dass dieses Verhalten seinen Grund in einem Verhalten anderer Akteure haben könne, z.B. in Form von Konkurrenz oder Nötigung auf Grundlage von Abhängigkeiten;[46] zum dritten, dass der Grund der

---

[42] Groeben/Rustemeyer, Inhaltsanalyse, S. 543.

[43] Reabilität bezeichnet die Zuverlässigkeit der Kategorien und Codieranweisungen, mit denen andere Wissenschaftler zu gleichen (Teil-)Ergebnissen kommen. Siehe Klaus Merten, Inhaltsanalyse - Einführung in Theorie, Methode und Praxis. Opladen 1999; Werner Früh, Inhaltsanalyse - Theorie und Praxis, Konstanz 2001, S. 41.

[44] Phillip Mayring, Qualitative Inhaltsanalyse - Grundlagen und Techniken. Weinheim 1997, S. 19. Fällt die Quantifizierung weg, so ordnet Früh eine Analyse als eher hermeneutische Textinterpretation ein: Früh, Inhaltsanalyse, S. 48. Ebenso Stefan Titscher/Ruth Wodak/Michael Meyer/Eva Vetter, Methoden der Textanalyse - Leitfaden und Überblick. Opladen/Wiesbaden 1998, S. 75. Groeben/Rustemeyer halten die Verwendung der Kategorien zum Zwecke der bloßen Textkondensierung, so sinnvoll dies sein kann, nicht für eine Inhaltsanalyse: Groeben/Rustemeyer, Inhaltsanalyse, S. 536. Angesichts der letzteren Auffassungen diskutiert Frühlau die Frage, ob die Inhaltanalyse ihren Namen verdient: Igunde Frühlau, Untersucht die Inhaltsanalyse eigentlich Inhalte? Inhaltsanalyse und Bedeutung, in: Publizistik 23, 1978-1/2, S. 7-18.

[45] Z.B.: „Im Sog der Internet- und Biotech-Revolution drängten zudem etliche Firmen an den Neuen Markt, die an einer Wachstumsbörse eigentlich gar nichts zu suchen haben: Klamottenhändler und Altenheimbesitzer etwa. Den Weg ebnete ein willfähriges Geflecht aus Beratern und Banken, Emissionshäusern und PR-Agenturen." Spiegel, 17/2001, S. 100.

[46] Z.B.: „Privatanleger mit Zeit und Geduld sind hier in seinen (Alfred Möckel, BHF-Bank; H.K.) Augen im Vorteil gegenüber Fondsmanagern, denen nichts anderes übrig bleibe, als der aktuellen Begeisterung für die Werte aus Technologie, Medien und Telekommunikation nachzulaufen, weil sie über die Wertentwicklung ihrer Portefeuilles quartalsweise Bericht erstatten müssen und ihnen Anlagemittel entzogen werden, wenn sie einen kurzfristigen Aktienmarkttrend verpassten, also derzeit

Krise in der ökonomischen Verfassung der Ökonomie oder der Börse selbst zu finden sei.[47] Es zeigte sich, dass alleine die Begründung eines krisenfördernden Verhaltens in der menschlichen Natur über die Vorannahmen hinaus ging.[48] Die Durchsicht der *FAZ* und der *BILD* ergaben keinen Anlass, das Kategoriensystem zu erweitern.

Allerdings zeigte sich, dass auf eine parallele Unterscheidungsebene zu achten war: Wie kam es zu den starken Einbrüchen im März und erneut im Herbst 2000? Warum erholten sich die Kurse nicht, wie in den Jahren 1998 und 1999? Was war der Grund für die endgültige Schließung des Neuen Marktes? Innerhalb der oben benannten Kategorien, musste also darauf geachtet werden, auf welches Moment der Krise des Neuen Marktes sich die Ursachenforschung der Printmedien bezieht.

In einem zweiten Schritt wurden solche Urteile und Begründungen in den Printmedien erfasst, welche die festgestellten Krisenerklärungen abschwächen oder aber ihnen widersprechen.[49] Dabei zeigte sich, dass die Ergebnisse sich teilweise mit der ersten Durchsicht überschnitten und eine eindeutige Trennung nicht immer möglich war. So wurde z.B. das Spekulationsverhalten der Kleinanleger von allen untersuchten Printmedien als krisenfördernd beurteilt. Allerdings fand sich auch der Hinweis, dass diese von den professionellen Akteuren zum ausgemachten irrationalen Anlegerverhalten „angefeuert“ wurden. Damit wurde die Ursachenbestimmung der Krise über die Kleinanleger hinaus auf andere Akteursgruppen erweitert. Dies lässt sich aber als Kritik an die Kleinanleger zurückbeugen: Ihre mangelnde Erfahrung und ihre Leichtgläubigkeit waren letztlich die Gründe dafür, dass sie sich zu einem irrationalen Verhalten haben verführen lassen.

---

nicht in diesen Werten investiert seien. Dieser Mittelentzug zwinge sie zusätzlich zu Verkäufen aus ihrem falsch positionierten Portfolio.“ Parkettgespräch mit Alfred Möckel, BHF-Bank, in: FAZ, 17.03.2000, S. 25.

[47] Z.B.: Im Jahr 2001 ging die Krise der Internet- und Technologieunternehmen in eine allgemeine Wirtschaftsflaute über.“ FAZ, 22.12.2001, S. 21.

[48] Z.B. „Historiker werden die Frage beantworten müssen, wer die Luft in diese gigantische Spekulationsblase gepumpt hat. Die Schuld allein bei Banken und Analysten abzuladen wäre jedenfalls zu kurz gegriffen. Spekulationswellen wird es an den Finanzmärkten immer geben, da Gier und Herdentrieb nicht ausrottbare menschliche Schwächen sind.“ FAZ, 06.03.2002, S. 27.

[49] So weist die FAZ am 31.12.2001, S. 27 in Hinblick auf die allgemeine Kritik an den Analysten auf folgendes hin: „Es darf daran erinnert werden, daß Prognosen keine Prophetie sind; es handelt sich um bedingte Vorhersagen künftiger Entwicklungen. Dies ist keine Ausrede, sondern ein Werben für mehr Realitätsbezug in der Prognosedebatte.“

6.3. Darstellung

Die Darstellung der Krisenerklärungen wird entlang der besprochenen Akteursgruppen und ihren spezifischen Tätigkeiten gehalten: Anleger, Banken, Wagniskapitalgeber, Unternehmen und regelsetzende Instanzen, wie die Deutsche Börse AG und die Gesetzgeber. Dies hat seinen Grund darin, dass rein ökonomische Erklärungen ohne Bezug auf die Akteure in den untersuchten Printmedien nicht vorhanden sind und daher innerhalb der jeweiligen akteursbezogenen Kapitel aufgehoben werden können.

In der Regel werden zunächst diejenigen Ursachen der Krise vorgestellt, die von den Printmedien in einem Fehlverhalten der jeweiligen Akteursgruppe verortet werden. Anschließend werden diejenigen Aussagen vorgestellt, welche diese Kritiken relativieren. Darunter fallen Aussagen, welche positives Verhalten hervorheben, Sachzwänge geltend machen oder aber der Kritik widersprechende Urteile beinhalten. Im Anschluss werden die sich widersprechenden Urteile analysiert. Im Schlusskapitel des ersten Abschnittes wird sodann eine akteursübergreifende Analyse vollzogen.

Die Reihenfolge in der die *FAZ*, der *Spiegel* und die *BILD* dargestellt werden wechselt von Kapitel zu Kapitel. In der Regel orientiert sie sich an den gemeinsamen und eigentümlichen Inhalten. Das Printmedium mit dem größten gemeinsamen Nenner wird zumeist als erstes dargestellt, damit in den darauf folgenden Medien auf die Gemeinsamkeiten kurz verwiesen und sich dafür umso ausführlicher den Abweichungen gewidmet werden kann. Eine Ausnahme von dieser Regel stellt die *BILD* dar. Häufig erschöpft sich ihr Inhalt in einem Gedanken. Daher wird sie in einigen Fällen am Ende oder am Anfang behandelt, damit der produktivere Vergleich von *FAZ* und *Spiegel* nacheinander erfolgen kann.

Damit der Leser die Gedanken dieser Arbeit besser nachvollziehen, in Gedanken Einspruch erheben oder abweichende Schlüsse ziehen kann, nimmt die Darstellung der Printmedien in Form von Zitaten und deren Paraphrasen viel Raum ein. Relativ zu diesem Umfang der Darstellung schien es dabei geboten, auf die eigentlich übliche Form des Konjunktivs zu verzichten. Durch den Gebrauch des Indikativs im Falle der Paraphrase soll deutlich gemacht werden, dass die Aussagen der Printmedien inhaltlich ernst genommen werden müssen. Dem möglichen Nachteil, der dadurch entsteht, dass die Aussagen der Printmedien und die des Autors durch

den Gebrauch des Indikativs nicht unterschieden werden können, wird durch die Trennung der Darstellung von der Analyse entgegen gearbeitet.

7. Affirmation und Kritik – ein persönlicher Hinweis

Handlungsanweisungen für eine zukünftige Neuauflage eines ähnlichen Börsensegmentes werden in dieser Arbeit nicht gegeben. Dies liegt weniger an dem Ergebnis, dass die Spekulation auf kleine und mittlere, innovative Unternehmen einem besonders hohen Risiko unterliegt; auch nicht daran, dass entsprechend dieses Risikos die gesetzliche Regulierung ebenfalls ein höchst widersprüchliches Vorhaben ist. Vielmehr wird der wirtschaftspolitische Zweck, der in der Sorge um die Förderung dieser besonderen Unternehmen zum Ausdruck kommt, nicht nur nicht geteilt, sondern abgelehnt.

Bereits in den 80er, in der Hauptsache aber mit dem Beginn der 90er Jahre wechselt der wirtschaftspolitische Blickwinkel auf kleine und mittlere Unternehmen. Die Zukunft des Wirtschaftswachstums wurde und wird in den neuen Branchen Biotechnologie, Kommunikation und Computer bzw. Internet gesehen. Neue Unternehmen zu fördern, die sich in diesen Branchen engagieren, wurde zu einer neuen wirtschaftspolitischen Aufgabe. In dieser Einschätzung bestand „seltene Einigkeit zwischen Politik, Wirtschaft, Wissenschaft und Presse.“[50] Folgende Befürchtung wurde als Grund für die neue wirtschaftspolitische Leitlinie angegeben:

> „Im pessimistischen Szenario ist andernfalls eine ‚Kolonisierung’ durch die Technologievorreiter in den Zukunftsbranchen aus den USA zu befürchten.“[51]

In dieser Sorge ist die Konkurrenz der Nationen um den abstrakten, in Geld bemessenen Reichtum der Welt unterstellt. Weiter ist unterstellt, dass Produktivkraftfortschritte anderer Nationen nicht in einfacher Form der weltweiten Bedürfnisbefriedigung zu Gute kommen, sondern bisherige Weltmarkterfolge der eigenen Nation einen Schaden zufügen. Auf dieser Grundlage wächst der wirtschaftspolitische Entschluss, innovative Unternehmen zu fördern, mit denen man

---

[50] Volker Potthoff/Jutta Stuhlfauth, Der Neue Markt: Ein Handelsegment für innovative und wachstumsorientierte Unternehmen – kapitalmarktrechtliche Überlegungen und Darstellung des Regelwerkes, in: WM – Wertpapiermitteilungen/Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Nr. 26, Sonderbeilage Nr. 3/1997, S. 3. Siehe auch Reto Francioni/Thomas Gutschlag, Der Neue Markt, in: Gerrit Volk (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgard 2000, S. 41 und Robert von Heusinger, Wie die Neuen Märkte sprießen, in: Börsen-Zeitung, 27.02.1997, S. 1.

[51] Christoph K. Werner, Venture-Capital-Politik in Deutschland – Status Quo und Optimierungsansätze. Düsseldorf 2000, S. 227.

die Welt selber „kolonisieren“ kann, also anderen Nationen wirtschaftlichen Schaden zufügt.[52] An dieser Aussage ist zu korrigieren, dass die „Grundlage“ selbst nur zu Stande kommt durch die gemeinsamen Konkurrenzbemühungen der Nationen und der ihnen rechtlich unterstellten Unternehmen. Streng genommen schaffen die Nationen bzw. die entsprechenden Akteure diejenige Grundlage, die sie wiederum zum Anlass ihrer Aktivitäten nehmen. Diese Konkurrenzbemühungen haben negative Konsequenzen für diejenigen Menschen, welche diesem Standortnationalismus unterworfen sind, in Deutschland und in anderen Staaten.

Daher wird der Neue Markt in dieser Arbeit nicht sorgenvoll begleitet, wie es in den meisten wissenschaftlichen Arbeiten und den untersuchten Printmedien geschieht. Aus dieser affirmativen Sorge, resultieren auch viele Mängel in deren Erklärungen, weil sie entsprechend ihres wirtschaftspolitischen Interesses unterstellen, dass „Es“ doch funktionieren müsste. In dieser Arbeit wird sich darum bemüht, nicht den umgekehrten Fehler zu begehen und aufgrund der ablehnenden Haltung gegenüber dem wirtschaftspolitischen Zweck, Probleme auf den Neuen Markt zu projizieren, die ihm nicht zu Eigen sind.

[52] Siehe hier auch die Aussagen des damaligen Bundeswirtschaftsministers Rexrodt und des Staatssekretärs im hessischen Wirtschaftsministerium Kurth, in: o.V., Vorschußlorbeeren für den Neuen Markt – Transparenz ist ‚Erfolgsfaktor’, in: Börsen-Zeitung, 11.03.1997, S. 1.

Erster Abschnitt: Die Krisenerklärung des Neuen Marktes in der FAZ, der BILD und dem Spiegel

Bevor detailliert auf die Kritiken an den einzelnen Akteursgruppen eingegangen wird, kann eine Erklärungsweise von Kurseinbrüchen kurz angesprochen werden, um zu begründen, warum sie in dieser Arbeit nicht ausführlich behandelt wird. In der Regel werden in den untersuchten Printmedien diejenigen Kursbewegungen, die eine Gesamttendenz des Neuen Marktes ausdrücken und sich nicht auf einzelne auffällige Werte beziehen, zunächst durch den Hinweis auf vorangegangene Parallelbewegungen an der amerikanischen Nasdaq erklärt.[53] Diese Reaktion der in Deutschland engagierten Anleger auf die in den USA getroffenen Entscheidungen wird von den untersuchten Printmedien nicht in den Umkreis irrationaler Verhaltensweisen aufgenommen und kritisiert. Wenn aber diese Reaktion als selbstverständliche aufgenommen wird, so scheint dies im Widerspruch zu den Kritiken am Investitionsverhalten der Anleger zu stehen, welche in den folgenden Kapiteln näher untersucht werden. Der Grund des schleichenden Verfalls des Neuen Marktes scheint dann in den amerikanischen Verhältnissen zu liegen und nicht im Fehlverhalten der deutschen Akteure. Dieser Widerspruch löst sich in den Printmedien dadurch auf, dass die Kritiken an den Börsenakteuren nicht auf die in Deutschland engagierten beschränkt sind, sondern weltweite Gültigkeit beanspruchen. In vielen Artikeln der *FAZ*, der *BILD* und des *Spiegels* wird dies ausdrücklich betont. Weltweit haben die Akteure auf Grundlage einer irrationalen Stimmung gehandelt, untaugliche Geschäftsmodelle gegründet oder gefördert und sich durch ein anlegerschädliches Verhalten hervorgetan.

Wenn allerdings wie im *Spiegel* und in der *FAZ* eine unterschiedliche Kursentwicklung des Neuen Marktes und der Nasdaq bemerkt wird, ist diese Abweichung auch der Anlass, auf besondere Fehler der deutschen Akteure

[53] BILD, 31.03.2000, S. 2; BILD, 12.04.2000, S. 2; BILD, 15.04.2000, S. 2; BILD, 18.07.2000, S. 1; BILD, 04.08.2000, S. 1; BILD, 12.10.2000, S. 2 und BILD, 14.11.2000, S. 2.
In der FAZ wird dieser Zusammengang fast täglich aufgemacht, daher hier nur einige Belegstellen aus den Jahren 2000, 2001 und 2002: FAZ, 26.01.00, S. 31; FAZ, 16.03.2000, S. 33; FAZ, 01.04.2000, S. 25; FAZ, 25.05.2000, S. 31; FAZ, 12.08.2000, S. 23; FAZ, 05.10.2000, S. 31; FAZ, 07.12.2000, S. 33; FAZ, 08.02.2001, S. 33; FAZ, 27.06.2001, S. 27; FAZ, 23.10.2001, S. 33; FAZ, 22.02.2002, S. 27 und FAZ, 14.09.2002, S. 17.
Für den Spiegel siehe: Spiegel, 15/2000, S. 100; Spiegel, 23/2000, S. 77; Spiegel, 41/2000, S. 122; Spiegel, 50/2000, S. 84; Spiegel, 4/2001, S. 93; Spiegel, 17/2001, S. 96 und Spiegel, 44/2001, S. 76-88.

hinzuweisen:

> Spiegel: „Natürlich trifft das Platzen der Technologieblase weltweit die Firmen des Neuen Marktes besonders hart. (…) Aber das erklärt nicht, warum sich die Nasdaq deutlich besser hielt. Im vergangenen Quartal stieg die US-Wachstumsbörse sogar um 16 Prozent, der Neue Markt dagegen fiel weiter. Der Vertrauensverlust in den Neuen Markt hat Ursachen, die über die Börsenflaute hinausgehen. Und die sind hausgemacht.“[54]

> FAZ: „Die Amerikaner sind den Deutschen im Internet schon wieder voraus: Sie haben die Chancen des Internets schneller begriffen, die Kurse der Web-Unternehmen früher hochgejubelt, aber auch früher wieder korrigiert. Und während in Deutschland noch Katzenjammer vorherrscht, sind die Amerikaner längst dazu übergegangen, Aktien von Unternehmen mit Substanz wieder zu kaufen. Ganz anders am Neuen Markt: Zeitweise herrscht Panik. Die Kurse gehen undifferenziert nach unten. Auch bei solchen Werten, die stabil Gewinn ausweisen.“[55]

Beide Printmedien sehen also im weltweiten Fehlverhalten den Grund für die Krise der Wachstumssegmente, kennen darüber hinaus aber spezifisch deutsche Fehler, welche denjenigen Krisenverlauf erklärt, der schließlich die Existenz des Neuen Marktes als gesondertes Segment beendete. Auf diese Besonderheiten wird in den entsprechenden Kapiteln hingewiesen.

II. Das Spekulationsverhalten der Kleinanleger als Ursache der Krise

Der Kleinanleger spekuliert nur mit geringen Geldsummen aufgrund seines geringen Vermögens. Bis zu welcher Vermögenssumme jemand Kleinanleger ist, bleibt in den Printmedien allerdings unklar. Der Kleinanleger kann mit einem eigenen Depot bei der Bank spekulieren oder aber in einen Fonds investieren. Vermögende Privatkunden unterscheiden sich vom Kleinanleger durch den Betrag, mit dem spekuliert wird. Der Begriff „Privatanleger“ kann sowohl vermögende Kunden umfassen, als auch die Kleinanleger. Dagegen werden in den Printmedien die institutionellen Anleger abgegrenzt. „Als institutionelle Investoren gelten alle Kapitalsammelstellen wie Investmentfonds, Pensionskassen oder größere Vermögensverwalter.“[56] Diese Investoren werden auch mit den Ausdrücken „professionelle Anleger“ oder „Börsenprofis“ umschrieben:

[54] Spiegel, 28/2001, S. 87.
[55] FAZ, 11.07.2001, S. 25.
[56] FAZ, 02.05.2002, S. 29.

> „Die bislang relativ gelassene Reaktion breiter Anlegerkreise zeigt einmal mehr, dass die meisten Privaten sich nicht so schnell von dem hektischen Tagesgeschäft der Profis anstecken lassen.“[57]

Oft ist in den Printmedien nur von „den Anlegern“ die Rede. Soweit dies der Fall ist und eine Spezifikation z.B. durch eine Abgrenzung gegenüber den institutionellen Anlegern nicht aus dem Umkreis der Sätze zu entnehmen ist, wird im Folgenden gesondert darauf hingewiesen.

Der *Spiegel*, die *BILD* und die *FAZ* kritisieren das Spekulationsverhalten der Kleinanleger und sehen darin eine Ursache der Krise des Neuen Marktes. Durch die spezifischen Einstellungen und Verhaltensweisen sorgen sie für den Boom Anfang 2000, der den Crash in sich trägt. Im darauf folgenden „Crash auf Raten“ sind die Kleinanleger für die starken Kursschwankungen mit negativer Tendenz mitverantwortlich. Dieses Krisenverursachende Verhalten der Kleinanleger wird im ersten Unterpunkt für sich dargestellt. In welcher zeitlichen Reihenfolge werden welche Eigenschaften oder Verhaltensweisen kritisiert? Auch wenn die Aussagen im selben Artikel eine Abschwächung oder Relativierung erfahren, werden diese analytisch getrennt behandelt. Im zweiten und dritten Unterpunkt wird sich rein auf diese Relativierungen konzentriert. Die als Beispiele angeführten Zitate enthalten dabei oft Inhalte, die über das Thema „Kleinanleger“ hinausgehen. Der Inhalt der Aussagen wird im Folgenden nur insoweit behandelt, als er für die Beurteilung der Kleinanleger als Krisengrund relevant ist. In späteren Kapiteln werden die über den Kleinanleger hinausgehenden Aussagen gesondert analysiert.

1. Der Inhalt und die Chronologie der Kleinanlegerkritik

Innerhalb der Chronologie der Berichte entlang des dreijährigen Abstiegs des Neuen Marktes, lassen sich Gemeinsamkeiten und Besonderheiten hinsichtlich folgender Fragen in den drei untersuchten Medien feststellen: Zu welchen Zeitpunkten werden die Kleinanleger als Akteure am Neuen Markt kritisiert? Welche Eigenschaften und Verhaltensweisen werden dabei vorstellig gemacht? Welche Verhaltensweisen sind den Kleinanlegern eigentümlich und welche teilen sie mit anderen Akteursgruppen? Sind die Kleinanleger mit ihrer Spekulationspraxis der Grund des Börsenbooms, der Kurseinbrüche oder des schleichenden Verfalls des Neuen Marktes?

[57] FAZ, 17.04.2000, S. 33.

1.1. Spiegel

Für den Börsenboom Anfang 2000 schreibt der Spiegel den Kleinanlegern eine entscheidende Rolle zu: „Fast täglich entsteht irgendwo ein neuer Investmentclub, mehrere tausend sind es bereits bundesweit. Auch darum spielt die Börse verrückt, steigen die Kurse auf immer neue Rekordhöhen."[58]

Immer mehr Kleinanleger beschäftigen sich mit der Börse und organisieren sich in privaten Börsenvereinen. Die dadurch gesammelte zusätzliche Liquidität sorgt zwar nicht für sich alleine, aber immerhin auch für die steigenden Börsenkurse, denen der *Spiegel* eine Irrationalität zuschreibt. In der Ausgabe des *Spiegels* direkt nach dem ersten Crash im März 2000 wird der Börsenkursverlauf folgendermaßen erklärt:

> „Die eigentliche Ursache für die Zitterbörse sind daher nicht ein paar launische Veteranen, sondern ein Millionenheer von Anlegern und Börsenprofis, das sich zunehmend von Stimmungen statt von sorgfältiger Analyse leiten lässt."[59]

Hier dementiert der *Spiegel* die Idee, dass das Börsengeschehen am Neuen Markt durch einzelne kapitalmächtige Privatpersonen bestimmt werde. Alle Anleger, die professionellen und die Kleinanleger, sorgen für den Börsenverlauf, der eine vernünftige Kalkulation unmöglich macht. Sie analysieren nicht die Unternehmungen, auf deren Zukunft sie spekulieren, sondern orientieren sich an der Stimmung, die sie gemeinsam hervorbringen:

> „Spektakuläre Kursanstiege besonders bei den Internet-Werten ließen Börsianer jegliche Maßstäbe vergessen, die bei der Bewertung einer Aktienanlage üblich sind."[60]

Mit dem eingehenden zweiten Crash im September und Oktober 2000 finden sich Tipps zur Verhaltensweise an der Börse, in der eine fehlende Erfahrungen und ein Mangel an Informationen seitens der Anleger unterstellt ist:

> „Privatanleger sollten wissen, dass der Neue Markt ein Risiko-Segment ist – und sich vor einem Aktienkauf nicht nur genau über die jeweilige Firma informieren. Die Investoren müssten sich auch darüber klar werden, wie viel Geld sie bereit sind zu verlieren."[61]

Der *Spiegel* rät den Anlegern, sich über die ausgewählten Werte zu informieren. Dies

---

[58] Spiegel, 11/2000, S. 112.
[59] Spiegel, 15/2000, S. 101. Ähnlich DG-Bank-Analyst Volker Borghoff: „Fondsmanager wie Kleinanleger reagierten nervös auf schlechte Nachrichten." In: Spiegel, 16/2000, S. 83.
[60] Spiegel, 03.04.2000, S. 35.
[61] Spiegel, 41/2000, S. 121. Siehe auch Spiegel, 39/2000, S. 130f. und Spiegel, 42/2000, S. 129.

alleine reicht aber nicht aus. Mit der Bezeichnung „Risiko-Segment“ weist er auf ein spezifisches Risiko aller Firmen am Neuen Markt hin, das sich durch ein bloßes Studium der wirtschaftlichen Situation eines Unternehmens nicht ausschließen lässt. Welchen Inhalt dieses Risiko hat, erfährt man in den, auf den Kleinanleger bezogenen Artikeln, allerdings nicht.

Auch im Jahr 2001 wird im Rückblick und für die Gegenwart die mangelnde Erfahrung und die rein stimmungsgeleitete Spekulation der Anleger hervorgehoben. So berichtet z.B. der *Spiegel* im Mai 2001, dass am Neuen Markt wieder ein Unternehmen seine Zahlungsunfähigkeit eingestehen musste. Zeitgleich senkt die amerikanische Notenbank aber überraschend die Zinsen. Der Nemax „schießt“ daraufhin nach oben, und selbst Krisengeschüttelte Firmen erfahren eine Aufwertung von 50 bis 100%.

> „Allein dieser Schritt (die Zinssenkung; H.K.) genügte, um auch die deutschen Kleinanleger wieder in einen wahren Rausch zu stürzen. (…) Wieder einmal wurde der Wahnsinn sichtbar, der im letzten Jahr an den Finanzmärkten regiert hatte. Wieder einmal offenbarte sich jener Mangel an Vernunft, der die Aktienkurse bis zum Frühjahr 2000 auf schier astronomische Höhen klettern ließ. Ein kleiner Funke genügte – und schon kehrte die Gier zurück.“[62]

Die Kleinanleger sind und waren irrational. In ihrer Gier nach dem schnellen Geld sorgen sie für die Überwertung, die den Crash einschließt. In dem zitierten Artikel, „Die Geldschluckmaschine“, werden allerdings auch die anderen Akteursgruppen am Neuen Markt, wie die Unternehmen oder Emissionsbanken, kritisiert. Auch ihnen wird ein „Schuss Größenwahn“ zugesprochen.[63] Für den *Spiegel* sind die Kleinanleger in ihrer spezifischen Irrationalität eine Ursache der Krise des Neuen Marktes, aber nicht der alleinige Grund. Dies gilt auch für die späte Umkehrung des Themas „Übertreibung“. Alle Börsenakteure und damit auch die Anleger unterliegen seit dem einbrechen der New-Economy-Kurse einem grundlosen Pessimismus:

> „Schon das Platzen der Blase führte zu Übertreibungen in die andere Richtung. (...) In der Tat wirkt der Abgesang, der seither auf das Internet angestimmt wird, ziemlich schrill. Nach wie vor ist das Netz, gemessen an der Zahl seiner Nutzer, eine Erfolgsgeschichte. Kaum ein Medium hat sich im Alltag so schnell durchgesetzt. Mehr als 400 Millionen Menschen sind online zusammengerückt.“[64]

Die wirtschaftlichen Aussichten der im Internet engagierten Unternehmen sind nicht

[62] Spiegel, 17/2001, S. 96.
[63] Spiegel, 17/2001, S. 100.
[64] Spiegel, 44/2001, S. 81.

so schlecht, wie die Anleger in sie in den Kursen praktisch einschätzen. Während sie im übertriebenen Boom mit ihrem Anlegerverhalten falsche Daten in Form von hohen Kursen gesetzt haben, auf deren Grundlage dann wiederum falsch spekuliert wurde, setzen sie in der „Angst-Krise“ übertrieben negative Daten, welche eine Abwärtsspekulation einleiten.[65]

Abschließend bleibt zu vermerken, dass Mitte 2001 eine Anlegergruppe in die Kritik mit aufgenommen wird, die weder mit den Kleinanlegern noch mit den institutionellen Anlegern identifiziert wird. Weil die beiden letzteren Anlegergruppen sich schon vom Neuen Markt abgewendet haben, notieren viele Unternehmen mit einem Aktienwert unter einem Euro. Dies lockt „Zocker“ an: „Sie hoffen auf schnelle Gewinne mit Aktien, die oft nur noch einige Cents wert sind.“[66] Die Präsenz der „Zocker“ am Neuen Markt hält wiederum die anderen Anleger von einem seriösen Engagement ab. Ihr Anlegerverhalten ist also nicht die Ursache für die Abkehr der Anleger vom Neuen Markt, sondern beruht auf dieser. Sind die „Zocker“ aber erst einmal engagiert, dann sind sie ein Hindernis für das Ende der Börsekrise.

1.2. FAZ

Wie der *Spiegel* schreibt auch die *FAZ* den Kleinanlegern eine Bedeutung für den Börsenboom und den ersten Crash im März 2000 zu.

> „Doch ein Großteil der in den Aktienmarkt fließenden Liquidität wird derzeit nicht im Dax, sondern am Neuen Markt angelegt. Sogar institutionelle Anleger aus Übersee interessieren sich für das Wachstumssegment der Deutschen Börse. Die Privatanleger schauen zurück und erkennen, dass sie im vergangenen Jahr mit einem Engagement in Wachstumswerte wesentlich mehr verdienen konnten als bei einer Investition in deutsche Standardwerte und hoffen auf ähnliche Ergebnisse in diesem Jahr. Es überrascht daher nicht, dass die Kurse am Neuen Markt seit Jahresanfang durchschnittlich schon mehr als 20 Prozent zugelegt haben, während der Dax gerade einmal 3 Prozent gewann. (…) Die Gefahr liegt auf der Hand: Die Überwertung der Wachstumswerte gegenüber den anderen Titeln habe einen Höchststand erreicht, meinen Analysten. In den Kursen seien Gewinnerwartungen zu Grunde gelegt, die viele Unternehmen nicht erfüllen können. Eine Korrektur am Neuen Markt halten sie für sicher, doch wann sie beginnt, will niemand vorhersagen.“[67]

Zusammen mit dem Engagement inländischer und ausländischer Investoren, sorgt die Investitionssumme der privaten Anleger für den im Vergleich zum Dax ungewöhnlichen Kursanstieg am Neuen Markt. Anders als der *Spiegel* spricht die

[65] Bezogen auf die allgemeine und weltweite Börsenkrise siehe: Spiegel, 31/2002, S. 65.
[66] Spiegel, 28/2001, S. 86.
[67] FAZ, 29.01.2000, S. 25.

FAZ in dieser Zeit nicht gleich von Verrücktheit, sondern schwächer, von einer Gefahr. Die in den Börsenkursen enthaltenen Ansprüche auf zukünftige Gewinne stehen in einem Missverhältnis zu den Möglichkeiten vieler Firmen. Deutlicher fällt das Urteil mit der Erfahrung des ersten Crashs am Neuen Markt aus:

> „Euphorie ist keine solide Basis für eine erfolgreiche Börsenstrategie. Auch Visionen reichen nicht aus, um eine dauerhafte Aufwärtstendenz zu rechtfertigen. Diese beiden Grunderkenntnisse wurden an den Weltbörsen im ersten Quartal des neuen Jahrtausends häufig ignoriert. Spektakuläre Kursanstiege besonders bei den Internet-Werten ließen Börsianer jegliche Maßstäbe vergessen, die bei der Bewertung einer Aktienanlage üblich sind.“[68]

Dem *Spiegel* gleich sagt die *FAZ* allen Börsenbeteiligten weltweit nach, dass sie sich von einer euphorischen Stimmung haben leiten lassen, in ihrer Phantasie gewöhnliche Börsenmaßstäbe ignoriert und „(…) in der Gier auf den schnellen Gewinn immer mehr Geld in spekulative Technologieaktien investiert (…)“ haben.[69] Für den Börsenboom an den High-Tech-Börsenplätzen, der die Gefahr des Crashs einschließt, macht die *FAZ* die Kleinanleger nur als eine Gruppe unter anderen verantwortlich.[70] Die deutlichen Kursrückgänge in der zweiten Märzhälfte erklärt die *FAZ* spiegelbildlich mit dem zurückgehenden Engagement und Gewinnmitnahmen aller Investoren.[71]

Während der *Spiegel* sich im Sommer 2000 auf Ratschläge für Kleinanleger verlegt, welche die angenommene Unerfahrenheit dieser Anlegergruppe unterstellen, bereiten die Kleinanleger der *FAZ* zusätzliche Sorgen. Nachdem die Nasdaq in den USA zunächst parallel mit dem Neuen Markt im Frühjahr eingebrochen war, ist in den USA im Sommer zeitweise eine Kurserholung zu vermerken. Der Kurs am Neuen Markt dagegen verläuft stetig negativ. In diesem Umfeld beleben dann so genannte „Todeslisten“ das Spekulationsverhalten. Relativ zum Kapitalverbrauch derjenigen Unternehmen, die noch keinen Gewinn ausweisen können und dem Faktum, dass neues Kapital über die Börse im entsprechenden Umfeld schwer zu erwerben ist, werden Berechnungen aufgestellt, zu welchem Zeitpunkt welche Firma ihr Kapital verbraucht haben würde. Die so prognostizierten Insolvenzen wurden als „Todeszeitpunkte“ in Listen festgehalten und via Internet und Börsenmagazine

---

[68] FAZ, 03.04.2000, S. 35.
[69] FAZ, 17.04.2000, S. 33.
[70] Siehe auch: FAZ, 12.02.2000, S. 25; FAZ, 11.07.2001, S. 25; FAZ, 12.12.2001, S. 13 und FAZ, 06.03.2002, S. 13.
[71] FAZ, 31.03.2000, S. 25.

verbreitet. Die *FAZ* ist verwundert über die Aufmerksamkeit, die diese „Todeslisten“ erhalten:

> „Allen Beteiligten war klar, dass längst nicht alle jungen Technologieunternehmen überleben und auf lange Sicht die jeweiligen Branchenführer die lukrativen Zukunftsmärkte dominieren werden. Umso mehr erstaunt, dass zweifelhafte ‚Todeslisten’ mit vermeintlich gefährdeten Unternehmen die Akteure am Neuen Markt in eine solche Aufregung versetzt haben. Die teilweise dramatischen Kursverluste zeigen einmal mehr, dass in diesem spekulativen Marktsegment nach oben wie nach unten häufig maßlos übertrieben wird.“[72]

Die Übertreibung im Börsenboom setzt sich für die *FAZ* im Abwärtstrend fort. Anstatt sich mit seriösen Bewertungsmaßstäben den Firmen am Neuen Markt zuzuwenden, orientieren sich die Anleger weiterhin an Stimmungen, jetzt aber mit negativen Vorzeichen. Bei diesem Urteil bleibt die *FAZ* auch nach dem zweiten Crash im Herbst.

> „(…) so unberechtigt die generelle Euphorie am Neuen Markt war, so unberechtigt ist jetzt die allgemeine Abwendung. Der Neue Markt hat viele Scharlatane angelockt, aber er hat auch vielen guten Unternehmen Geld gegeben. Sie können jetzt sinnvolle Konzepte mit Gewinn verwirklichen und lohnen daher auch weiterhin und vielleicht gerade jetzt ein finanzielles Engagement.“[73]

Die „Übertreibung nach unten“ wird den Anlegern insgesamt vorgeworfen, enthält also die Kleinanleger als Bezugspunkt der Kritik, wenn auch nicht sie alleine.[74] Spezifisch innerhalb dieser Kritik ist dagegen die Sorge darum, dass die Kleinanleger diejenigen Kurse nicht vergessen können, zu denen sie eingestiegen sind:

> „In dem vergangenen positiven Börsenumfeld, konnte man ohne besonderes Wissen, Geld machen. Das hat viele uninformierte Anleger angelockt. Bei zurückgehenden Kursen, können aber gerade diese Marktteilnehmer den Trend verschärfen. Werden erstmal die Einstandskurse erreicht, gibt es kein Halten mehr.“[75]

Ein informierter Anleger lässt sich dadurch nicht beirren, dass er zeitweise einen Wertverlust hinnehmen muss. Dieser wäre nur real, wenn er tatsächlich den Aktienwert realisieren würde. Aufgrund der Informationen weiß der Anleger, dass dieser Kursverlust nur vorübergehend ist und würde darauf warten, dass sich der Kurs entsprechend seiner Informationen wieder erholt. Bei den uninformierten

---

[72] FAZ, 17.07.2000, S. 33.
[73] FAZ, 05.12.2000, S. 17.
[74] Siehe auch: FAZ, 11.07.2001, S. 25 und FAZ, 22.09.2001, S. 25.
[75] FAZ, 08.04.2000, S. 25. Siehe auch FAZ, 09.03.2001, S. 25; FAZ, 07.07.2001, S. 25 und FAZ, 14.07.2001, S. 23.

Kleinanlegern dagegen erwartet die *FAZ*, dass sie ihren Einstiegskursen eine ungebührliche Bedeutung beimessen und im Zweifelsfall um jeden Preis verkaufen würden. Die Konsequenz wäre eine Verschärfung des Kursverfalls.

Im Rückblick auf den Börsenboom erhält sich das Urteil, die Anleger seien irrational gewesen, wobei sich ab 2001 die Aussage insofern verändert, als dass jetzt alle Akteure am Neuen Markt, nicht nur die Anleger, unter „Realitätsverlust" gelitten haben.[76] Unter dem Eindruck, dass die Kleinanleger sich zunehmend vom Neuen Markt fern halten, kritisiert die *FAZ* jetzt auch die Gier der Anleger. Die an der Börse

> „(…) ermittelten Preise schienen weniger mit realen Werten als vielmehr mit Hoffnungen oder – noch schlimmer – mit Modetorheiten und kollektiver Gier zu tun zu haben."[77]

> „Schuld an diesem Desaster sind alle Beteiligten: (…) nicht zuletzt die Anleger, die in ihrer Gier nach dem schnellen Geld sich auf jede Neuemission gestürzt haben."[78]

Die *FAZ* teilt das Urteil des *Spiegels*, dass das Verhalten der Kleinanleger eine Ursache der Krise des Neuen Marktes ist, aber nicht ihr alleiniger Grund. Ebenso reserviert die *FAZ* den irrationalen Überschwang nicht nur für Kursrekorde, sondern auch für ungerechtfertigte Untertreibungen. Im Unterschied zum *Spiegel* fällt die *FAZ* dieses Urteil bereits im Jahr 2000 und nicht erst Mitte 2001. Dabei wird die Orientierung der Kleinanleger an den Einstiegskursen von der *FAZ* als spezifische Gefahr für einen weiteren Kursverfall ausgemacht, die von dieser Anlegergruppe ausgeht. Gemeinsam ist dem *Spiegel* und der *FAZ* wiederum im späteren Rückblick auf den Boom allen Akteursgruppen am Neuen Markt, also nicht nur den Kleinanlegern und professionellen Anlegern, einen Realitätsverlust zu attestieren.

Auch die *FAZ* registriert Mitte 2001 die Anwesenheit von „Zockern" am Neuen Markt und teilt die Einschätzung des *Spiegels*. Ihre Tätigkeit beruht auf der schon vorher erfolgten Abkehr der privaten und institutionellen Anleger vom Neuen Markt. Zugleich ist die Tätigkeit der „Zocker" eine neue Ursache für die Abwesenheit der anderen Akteure.[79]

---

[76] FAZ, 26.02.2001, S. 15; FAZ, 08.03.2001, S. 17; FAZ, 11.07.2001, S. 25 und FAZ, 06.03.2002, S. 13.
[77] FAZ, 12.12.2001, S. 13.
[78] FAZ, 06.03.2002, S. 13.
[79] Siehe FAZ, 30.06.2001, S. 25 und FAZ, 07.07.2001, S. 25.

1.3. BILD

Für die *BILD* ist im Unterschied zur *FAZ* und zum *Spiegel* die Bezeichnung „Zocker“ von Anfang an zentral.[80] Sie machen den Neuen Markt in der Boomphase zu einer unkalkulierbaren Angelegenheit und schaffen die „Blase“, welche die Krise einschließt:

> „Geld-Rausch – Deutsche reden nur noch über Aktien-Tipps – Frauen spekulieren mit dem Haushaltsgeld – 300 Prozent Gewinn mit Internet – Kann ich auch reich werden (…). Doch besonnene Banker warnen: ‚Zocker machen die Börse zum Roulette, irgendwann platzt die Blase!’“[81]

In diesem Aufmacher der *BILD* ist noch unklar, ob die Hausfrauen stellvertretend für die Kleinanleger mit den „Zockern“ identisch sind oder nicht. Zumindest die Konstellation der knappen Aussagen legt dies Nahe. Die Bezeichnung „Zocker“ charakterisiert hier ein Spekulationsverhalten, das im Gegensatz zum beruflichen Aktienengagement auf einen spielerischen und schnellen Gewinn setzt.

Die starken Schwankungen des Neuen Marktes nach dem Crash im März 2000 lässt sich die *BILD* von einem „Experten“ entsprechend erklären:

> „Warum kletterte der Markt plötzlich nach oben? Zocker waren wieder unterwegs! Nach den Kursverlusten stiegen Zehntausende wieder ein. Billig einkaufen – wieder teuer verkaufen. Heiko Bienek, Leiter Aktienanalyse bei Independent Research: ‚Es gab heute zwei Tendenzen am Markt: Profis investierten in ausgewählte Werte, Kleinanleger aber gingen in den Markt unter dem Motto: Das wird schon wieder, es geht drei Prozent runter und dann wieder rauf. Das wird aber nicht funktionieren.’“[82]

Zocker gehen wahllos in den Neuen Markt rein und wieder raus.[83] Sie orientieren sich nicht an den ökonomischen Daten der Aktiengesellschaften, sondern an den Kursschwankungen selber. Im Gegensatz zur *FAZ* und dem *Spiegel* konstatiert die *BILD* ein spielerisches und auf schnelle Kursgewinne ausgerichtetes Spekulationsverhalten nicht erst zum Zeitpunkt, an dem viele Werte unter einem Euro notieren. Dieses Verhalten ist laut *BILD* maßgeblich für die Kursturbulenzen im Frühjahr 2000 verantwortlich.

Soweit die Kleinanleger als von den Zockern unterschiedene besprochen werden, fällt die Kritik belehrender und psychologischer aus. Sie müssen lernen, dass die

---

[80] BILD, 22.02.2000, S. 1; BILD, 31.03.2000, S. 2; BILD, 01.04.2000, S. 2; BILD, 12.04.2000, S. 1; BILD, 18.07.2000, S. 2; BILD, 14.11.2000, S. 2; BILD, 21.11.2000, S. 2; BILD, 08.12.2000, S. 2.
[81] BILD, 22.02.2000, S. 1.
[82] BILD, 01.04.2000, S.2.
[83] Siehe auch BILD, 18.07.2000, S. 2 und BILD, 21.11.2000, S. 2.

Börse keine Einbahnstraße ist und das Kursrisiko immer dazu gehört.[84] Die Kleinanleger sind im volatilen Markt verunsichert und nervös, weil sie die Entwicklung nicht mehr kontrollieren können. Kleinste Meldungen lösen heftigste Reaktionen aus, sie reagieren „blitzschnell“ auf neue Entwicklungen.[85]

Die *BILD* bespricht die Kleinanleger nach dem zweiten Crash als Opfer der Kursverluste und fragt sich, warum „immer die Kleinanleger rasiert“ werden. Beantwortet wird diese Frage mit den eigentümlichen Fehlern der Kleinanleger:

> „Zögern! Kleinanleger wollen keine Fehler machen und warten, bis jeder jedem sagt, wie toll Aktien sind. Dann ist es aber zu spät, weil fast jeder Aktien hat und die Kurse riesig aufgebläht wurden. Leichtgläubigkeit! Kleinanleger hören zu unkritisch auf den ‚Sachverstand' der Experten. Wenn der Analyst ihrer Bank sagt ‚Jetzt sind Kaufkurse', kaufen sie dazu. Oft will die Bank aber gerade diese Aktien abstoßen – der Kleinanleger ist der Dumme. Flatter-Nervern! Börsenaltmeister Kostolany nannte Kleinanleger die mit den ‚zittriegen Händen'. An der Börse haben aber nur die ‚hart Gesottenen' Erfolg.“[86]

Die Kleinanleger steigen zu spät ein, sind unkritisch und insgesamt mangelt es ihnen an kühler Ratio für die Spekulation. Fast möchte man sagen, dass den Kleinanlegern die richtige „Zocker-Mentalität“ fehlt. Der Charakter der Kleinanleger, der hier vorstellig gemacht wird, soll aber auch nicht den Kursverlauf erklären. Im Gegenteil wird hier unterstellt, dass die Kleinanleger den Börsenkurs nicht wesentlich beeinflussen, sondern ihm wegen den zitierten Charakterschwächen ausgeliefert sind.

Im Gegensatz zum *Spiegel* und zur *FAZ* fällt auf, dass die *BILD* mit den Zockern deutlicher eine Anlegergruppe für den Boom, für den Crash und für den stark schwankenden Abwärtstrend verantwortlich macht. Die Zocker wiederum werden mit einem Teil der Kleinanleger identifiziert oder zumindest die Identität nahe gelegt. Den professionellen Anlegern dagegen wird von der *BILD* ein solides Spekulationsverhalten attestiert. Letzteres lässt die *BILD* aber zum Ende des Jahres 2000 von weiteren „Experten“ modifizieren:

> „Jo-Jo-Börse: Kurse erst rauf, dann runter“ (…) „Sind die Börsianer alle verrückt? ‚Nein, aber alle sind extrem nervös', sagt Börsenprofessor Wolfgang Gerke von der Universität Erlangen. Jeder wolle dabei sein, wenn es nach oben geht, jeder verkaufe sofort, wenn die Kurse wieder fielen. Gerkes Prognose: Es geht weiter auf und ab.“[87]

---

[84] BILD, 18.07.2000, S. 2 und BILD, 25.08.2000, S. 2.
[85] Professor Rüdiger Nitzsch von der TH Aachen in BILD, 12.04.2000, S. 1. Derselbe Professor mit ähnlichem Inhalt zitiert in BILD, 23.02.2000, S. 2. Siehe auch: BILD, 10.08.2001, S. 2.
[86] BILD, 10.10.2000, S. 2.
[87] BILD, 05.01.2001; S. 1.

Hier nähert sich die *BILD* dem Urteil der *FAZ* und des *Spiegels* an. Alle Anleger, sei es in privater oder professioneller Hinsicht, stehen in Verdacht, verrückt zu sein. Abgeschwächt wird dieser Verdacht mit der Aussage, dass die Anleger nur nervös sind und sich entlang der Schwankungen orientieren, die sie selber hervorrufen. Wegen dem stimmungsgeleiteten Verhalten bewegen sie sich alle wie eine „Rinderherde“ in eine Richtung und sorgen auch mal für eine „Übertreibung nach unten“.[88] Im Gegensatz zur *FAZ* und zum *Spiegel* werden diese Urteile aber nicht in Form eines Rückblicks zurückdatiert, sondern nur festgehalten, dass dies gegenwärtig gilt. Eine Ausnahme stellt der Kommentar von Wagner da, welcher anlässlich des ersten Gerichtsprozesses gegen den ehemaligen EM.TV-Vorstandsvorsitzenden Haffa auf die Anleger Bezug nimmt:

> „Lieber Thomas Haffa, gestürzter Held der New Economy, Ex-König im Reich Größenwahn, mir fehlt neben Ihnen auf der Anklagebank der Hauptschuldige. Er heißt Gier. Als Sie ihr EM.TV-Reich regierten und ihre Luftschlösser bauten, auf Blasen bil- oder balancierten (der Inhalt einer Blase ist immer Luft), umjubelten Sie Herr und Frau Gier. Herr und Frau Gier wollten über Nacht so reich werden wie nach einem ganzen Leben, das Selbstdisziplin übt, Vergnügungen hinten anstellt und morgens um 6 aufsteht und abends um 7 nach Hause kommt.“[89]

Die Kritik an Haffa wird im Kapitel über die Unternehmen behandelt und ist hier nur der Form nach von Interesse. Der Kolumnist will der Konzentration der Kritik auf den Unternehmer entgegenwirken und die Gier der Anleger als Grundlage für den „Größenwahn“ mit einbezogen wissen. Natürlich werden die meisten Menschen dieser Gesellschaft auch nach einem lebenslangen genügsamen und arbeitsreichen Leben nicht so reich, wie der Kolumnist hier unterstellt. Der Hoffnung, reich zu werden, will Wagner auch nichts entgegensetzen, wenn sie praktisch zum genauen Gegenteil, einem genügsamen Lebenswandel, führt. Dem ihrem Stand ungebührlichen Verhalten von „Herr und Frau Gier“, die unschwer mit den Kleinanlegern zu identifizieren sind, gilt die Kritik. Mit ihrem Beschluss, am Neuen Markt ihrer Hoffnung auf Reichtum zu einem schnellen Erfolg zu bringen, waren sie eine Grundlage für die Blase, welche die Krise des Neuen Marktes in sich trug.

1.4. Zusammenfassung der Kleinanlegerkritik

Alle drei Printmedien besprechen das Spekulationsverhalten der Kleinanleger

[88] Rolf Drees von Union Investment und Garz von der West-LB, in: BILD, 23.11.2000, S. 1.
[89] Aus der Kolumne „Post von Wagner“, in: BILD, 05.11.2002, S. 2.

durchgängig als irrationales. Sie genügen weder im Boom, noch in Crashsituationen und auch nicht während der Perioden der leicht negativen Seitwärtsbewegungen dem Anspruch an einer rationalen Spekulation am Neuen Markt. Die Kleinanleger orientieren sich an der allgemeinen Stimmung, ignorieren übliche Bewertungsmaßstäbe, sind uninformiert, unerfahren und wahllos. Ihr Aktienengagement ist nicht von einer sorgfältigen Analyse begleitet, sondern motiviert durch die Aussicht auf „schnelles Geld".

In der Frage, welche mangelhaften Verhaltensweisen den Kleinanlegern eigentümlich sind und welche sie mit anderen Akteursgruppen teilen, weichen die Zeitungen und die Zeitschrift voneinander ab. Der *Spiegel* und die *FAZ* werfen allen Investoren, also auch den professionellen, schon im Boom vor, dass sie sich von Stimmungen leiten lassen und herkömmliche Bewertungsmaßstäbe vergessen haben. Am Ende des Jahres 2000 erweitern beide Printmedien diese Vorwürfe auch auf andere Akteursgruppen am Neuen Markt, z.B. auf die beteiligten Banken. Die *BILD* dagegen spricht den professionellen Anlegern zunächst ein solides Spekulationsverhalten zu und schließt sie erst Ende 2000 in die Kritik mit ein. Dass in einem Rückblick alle Akteure gleichermaßen ein irrationales Verhalten an den Tag gelegt haben, findet sich als Urteil in der *BILD* nicht. Spezifisch für den Kleinanleger sind in allen drei Printmedien die Wissensrückstände, die sich in den Adjektiven „unerfahren" und „uninformiert" ausdrücken, darüber hinaus die „Leichtgläubigkeit" und die Suche nach dem „schnellen Geld". In der *BILD* ist die Spekulation auf „das schnelle Geld" in Form der „Zocker" das Hauptthema, soweit es um das Anlegerverhalten geht.

Für den *Spiegel* und die *FAZ* sind die Kleinanleger mit ihrem Spekulationsverhalten eine Ursache für den Boom, der den Crash zur Folge hat. Alleiniger Grund der Krise des Neuen Marktes sind sie aber nicht. Die *BILD* ist in dieser Hinsicht eindeutiger. Die Zocker sind für die ungewöhnlichen Kursbewegungen am Neuen Markt verantwortlich. Diese Anlegergruppe hat keine Schnittmenge mit den professionellen Anlegern, wohl aber mit den Kleinanlegern.

2. Positives Anlegerverhalten und Relativierungen der Kritik

Im vorherigen Unterkapitel wurden nur diejenigen Aussagen, Urteile und Erklärungen dargestellt, die den Kleinanlegern ein fehlerhaftes Spekulationsverhalten attestieren. Die Aussagen der Printmedien, welche die

Irrationalität der Kleinanleger relativieren oder abschwächen, sind im Folgenden Gegenstand. Zu fragen ist, welche Momente der Kritik zurückgenommen werden, und zu welchem Zeitpunkt dies geschieht.

2.1. BILD

Wenn auch die *BILD* die „Gier“ und die kurzfristige Spekulationsabsicht überwiegend kritisiert, so steht sie zugleich dem Traum vom „mühelosen reichwerden“ an der Börse zumindest neutral gegenüber. Dies wird im Umfeld der Infineon-Emission am 13.03.2000 deutlich. Die *BILD* beklagt die Ungereimtheiten in der Zuteilung der Aktien, bei der institutionelle Anleger bevorzugt wurden:

> „Sie können mühelos Mega-Gewinne einstreichen.“[90]

> „Die Kleinen werden erneut abgezockt. Die springen jetzt alle hinterher und kaufen für viel Geld! (…) Trotz allen Ärgers: Für Hunderttausende war Gestern Zahltag. Und die freuten sich im Internet so richtig: „40 Stück bekommen, jetzt Urlaub!“[91]

Im ersten Schritt skandalisiert die *BILD* an der Emissionspraxis deren Resultat, „die Großen“ können mühelos profitieren, „die Kleinen“ dagegen gehen leer aus und finanzieren den Gewinn der anderen sogar mit. Dennoch beglückwünscht sie im zweiten Schritt die Kleinanleger, die Glück gehabt haben und wie „die Großen“ mühelos Geld hinzugewonnen haben. Die *BILD* hinterfragt in diesem Zusammenhang weder die kurzfristige Spekulationspraxis, noch die Tatsache, dass auch der Urlaub auf Kosten der hinterher springenden Kleinanleger finanziert wurde.[92] Diese positive Haltung der *BILD* zu den Erfolgen der Kleinanleger steht im offenen Widerspruch zu dem späten Rückblick in der Kolumne von Wagner und der Kritik an den Zockern, die sich im wesentlichem an der kurzfristigen Spekulationsabsicht festmacht.

2.2. Spiegel

Der *Spiegel* ergänzt zunächst noch während des Börsenbooms seine Kritik am irrationalen Verhalten der Anleger durch den Hinweis, dass dieses durch andere Umstände gefördert wurde:

---

[90] BILD, 11.03.2000, S. 2.
[91] BILD, 14.03.2000, S. 2.
[92] Weiterer Artikel, in dem Anleger für ihren (Kurs-)Gewinn an der Börse gratuliert wird: BILD, 10.02.2000, S. 2. Vom Wunsch, an der Börse reich zu werden, wird neutral berichtet in: BILD, 22.02.2000, S. 1 und BILD, 18.07.2000, S. 2.

> „Befeuert von den Börsenhelden (die Börsenprofis; H.K.), kaufen Anleger weiter jene Firmen, deren Namen sie kaum aussprechen können und über deren Geschäftsfeld sie nur wissen, dass es ‚irgendwas mit Internet' sein soll."[93]

Dieser Hinweis relativiert die Kritik an den Kleinanlegern nicht, sondern weitet diese auf die Börsenprofis aus. Diese stehen den Kleinanlegern offenbar nicht mit sorgfältiger Anlageberatung zur Seite, sondern sind Mitverursacher derjenigen Stimmungslage am Neuen Markt, die der *Spiegel* für „verrückt" hält.

Nach dem zweiten Crash im Herbst 2000 äußert der *Spiegel* im Rückblick auf die Boomphase Verständnis für das irrationale Verhalten der Anleger:

> „Die ersten Erfolge waren ja beachtlich, nirgendwo ließ sich mit so wenig Geld so viel dazuverdienen. (...). Der Wahnsinn wuchs langsam – und er ging einher mit realen Veränderungen, die das Leben und Arbeiten der Industrienationen für alle Zeit verändern werden. Mit dem Internet (...) ist das Rückrat der Informationsgesellschaft entstanden. (...) Die Gleichzeitigkeit von Realität und Fiktion, beide vom Siegeszug des Internet getrieben, machte es für viele so schwer zu unterscheiden."[94]

Der *Spiegel* kann es verstehen, wenn jemand viel Geld verdienen will und sich für diesen Zweck an Investitionsmöglichkeiten orientiert, welche sich darin schon erfolgreich bewährt haben. Damit nimmt der *Spiegel* etwas von seiner Kritik an dem „Herdenverhalten" und der „Geldgier" zurück. Es zeigt sich, dass beide Kritikpunkte graduellen Charakter haben. Sich an anderen orientieren ist dann irrational, wenn keine andere Orientierungsgröße vorhanden ist. Viel Geld verdienen zu wollen ist ein respektabler Zweck, solange dieser maßvoll verfolgt wird. Weiter wird in dem Zitat deutlich gemacht, dass der *Spiegel*, wenn er vom Wahnsinn am Neuen Markt spricht, die Betonung nicht nur auf den Wahn legen will. Es gab und gibt eine reale ökonomische Grundlage für den Neuen Markt, die New Economy. Dieser spricht der *Spiegel* eine grundlegende Bedeutung für die moderne Gesellschaft zu, die darin tätigen Unternehmen werden deshalb zukünftig auch eine besondere Rolle spielen. Eine Spekulation auf diese Zukunft, die sich von derjenigen auf die Old Economy unterscheidet, hält der *Spiegel* also durchaus für realitätsgerecht. Allerdings nicht in dem betriebenen Maße. So erweisen sich die oben fest gehaltenen Kritiken, dass die Anleger in ihrer Euphorie die traditionellen Bewertungsmaßstäbe vergessen haben, ebenfalls als graduelle.

In zwei späteren Artikeln nimmt der *Spiegel* die allgemeine Aussage, dass die

---

[93] Spiegel, 5/2000, S. 76.
[94] Spiegel, 42/2000, S. 119f.; ähnlich: Spiegel, 32/2000, S. 56.

Anleger irrational seien, indirekt zurück:

> „Schmerzhaft müssen vor allem die Kleinanleger erfahren, dass selbst jene Firmen, die ihnen als ‚Blue Chips' verkauft wurden, in Wahrheit oft nichts anderes sind als ganz normale Mittelständler."[95]

Hier wird festgehalten, dass eine Gruppe von Kleinanlegern dem Rat gefolgt sind, „Blue Chips" zu kaufen, also Unternehmen, deren Aktien aufgrund ihrer Masse und dem ihnen zugrunde liegenden Geschäft als relativ stabil gelten. Diese Kleinanleger haben nicht „wahllos" Aktien gekauft, sondern sich informiert und auf vermeintlich stabilere Werte gesetzt. Auch diejenigen Anleger, die dem Risiko einzelner Werte durch eine Fondsbeteiligung entgehen wollten, unterscheiden sich in ihrem Charakter von den Stimmungsgeleiteten Aktionären:

> „Tatsächlich verdrängten viele Anleger die Gefahr, dass nicht nur einzelne Aktien, sondern komplette Branchen abrutschen können. Sie hatten ‚die Illusion, dass sie im Gegensatz zu Einzelaktien mit dem Kauf von Fondsanteilen kein Risiko eingehen', sagt Verbraucherschützer Pietsch."[96]

Hier wird nicht von „blinden" Aktionären gesprochen, obgleich die mangelnde Erfahrung ein Charakteristikum auch dieser Anlegergruppe bleibt.

2.3. FAZ

Die *FAZ* unterstreicht überwiegend die Irrationalität der Anleger im Boom, sie berichtet aber auch über die Meinung „anderer", die den Anlegern ein Verständnis für das neue Aktiengeschäft zusprechen.[97] Diese meinen, dass die Anleger mit ihrem starken Engagement in Aktien der New Economy, die positive Zukunft dieser Unternehmen durchaus richtig einschätzen und bewerten. Diese Meinung wird allerdings nur zitiert und bleibt ein vereinzeltes Phänomen.

Wie auch der *Spiegel* stellt die *FAZ* im Rückblick auf den Boom fest, dass vorangegangene Kursgewinne eine Bedingung für das irrationale Verhalten der Kleinanleger war.

> „Spektakuläre Kursanstiege besonders bei den Internet-Werten ließen Börsianer jegliche Maßstäbe vergessen, die bei der Bewertung einer Aktienanlage üblich sind."[98]

> „In dem vergangenen positiven Börsenumfeld, konnte man ohne besonderes Wissen, Geld machen. Das hat viele uninformierte Anleger angelockt."[99]

---

[95] Spiegel, 17/2001, S. 97.
[96] Spiegel, 12/2002, S. 110.
[97] FAZ, 12.02.2000, S. 25 und FAZ, 28.02.2000, S. 37.
[98] FAZ, 03.04.2000, S. 35.

Diese Hinweise auf den Entstehungshintergrund des Börsenbooms haben bei der *FAZ* aber einen neutralen Ton. Während der *Spiegel* sich in die Kleinanleger hineinversetzt und Verständnis äußert, hält sie die Kursgewinne einfach als Bedingung für die Euphorie fest. Die *FAZ* will mit diesen Hinweisen die Irrationalität der Anleger nicht relativieren.

Nach dem ersten Crash im März 2000, beurteilt die *FAZ* das aktuelle Anlegerverhalten zunächst positiv. Sie konstatiert, dass die Anleger dazu gelernt haben und ihr Spekulationsverhalten angemessen ist. So haben zwar viele Anleger, laut *FAZ*, die T-Online Aktie immer noch „nahezu blind" gezeichnet.[100] Zwei Tage später aber zitiert sie Marktbeobachter, die von einer Korrektur dieser Spekulationspraxis sprechen:

> „Am Neuen Markt haben nach den Worten von Marktbeobachtern viele Anleger nicht wahllos gekauft, wie in der Vergangenheit oft üblich, sondern sie haben sich bewusst für einzelne Werte entschieden."[101]

Die *FAZ* hält weiter fest, dass die Anleger die empfohlene Kursstrategie kritischer hinterfragen.[102] Auch gegen das Urteil, die Anleger seien nur auf kurzfristige Gewinne aus, verweist sie darauf, dass die Anleger ihre Gelder noch nicht in großem Stil aus den Technologie-Aktien gezogen haben:

> „Die bislang relativ gelassene Reaktion breiter Anlegerkreise zeigt einmal mehr, dass die meisten Privaten sich nicht so schnell von dem hektischen Tagesgeschäft der Profis anstecken lassen. Auf lange Sicht hat es sich bisher gezahlt gemacht, wenn man sein Portefeuille mit ruhiger Hand gesteuert hat."[103]

Hier werden die privaten Anleger gegenüber den professionellen lobend hervorgehoben. Ihre gelassene Reaktion zeigt, dass sie an langfristigen Gewinnen interessiert sind und ihre psychologische Disposition nicht von Nervosität geprägt ist. Nach dem ersten deutlichen Crash im März machte der Neue Markt eine langsame Abwärtsbewegung durch. Für diesen Trend bietet die *FAZ* eine wohlwollende Interpretation an:

---

[99] FAZ, 08.04.2000, S. 25.
[100] FAZ, 12.04.2000, S. 29.
[101] FAZ, 14.04.2000, S. 25.
[102] FAZ, 04.01.2001, S. 25; FAZ, 04.01.2001, S. 25; aber noch nicht kritisch genug: FAZ, 25.05.2001, S. 13.
[103] FAZ, 17.04.2000, S. 33.

> „Der Kursrutsch seit März kann sich auch damit erklärt werden, dass sich die Erkenntnis durchsetzt, dass eine Firma nicht alleine deshalb Gewinn macht, weil die im Internet arbeitet.“[104]

Dieses Urteil ist zwar nicht für die privaten Anleger reserviert, schließt sie aber mit ein. Alle Anleger haben sich an die herkömmlichen Bewertungsmaßstäbe erinnert. Relativ zu den Kursrekorden, die durch ein Vergessen dieser Maßstäbe entstanden sind, ist die Abwärtsbewegung des Neuen Marktes konsequent.

Alle Anleger sind also kritischer, wählerischer und praktizieren eine seriös berechnete Spekulation, die auf langfristigen Gewinn abzielt. Allerdings beschränkt sich dieses Lob auf die Monate April und Mai 2000. Schon im Juli wirft die *FAZ* allen Beteiligten eine „maßlose Untertreibung“ nach unten vor.[105] Die neue kritische Einstellung der Anleger gegenüber den Unternehmen des Neuen Marktes wird als übertrieben eingeschätzt. Die Anleger sind nicht wählerisch, wenn sie alle Unternehmen gleich negativ bewerten. Auf Gewinne zu achten darf laut der *FAZ* nicht darin münden, die „Todeslisten“ ernst zu nehmen. Es ist ein „(…) Fehler, wenn man ein Unternehmen auf eine Zahl verdichtet, die zudem vergangenheitsorientiert ist.“[106]

Zu einem späteren Zeitpunkt im Jahre 2001 gelingt es der *FAZ* beide Urteile in einem Artikel unterzubringen. Einerseits kritisiert sie die Stimmung und das Verhalten aller Anleger:

> „Zeitweise herrscht Panik. Die Kurse gehen undifferenziert nach unten. Auch bei solchen Werten, die stabil Gewinn ausweisen. Die wildesten Gerüchte werden nicht mehr auf Plausibilität geprüft.“

Andererseits hält sie zugleich fest: „In diesem sensiblen Umfeld halten sich auch die privaten Anleger wohlweislich zurück.“[107] Die *FAZ* kritisiert die allgemeine Übertreibung nach unten, und hat zugleich Verständnis dafür, dass der Kleinanleger in dieser Börsenstimmung kein Aktienengagement in Erwägung zieht. Zurückhaltung ist auch deswegen angebracht, weil auch die angeblich „guten“ Werte in Verruf geraten sind, wie es auch der *Spiegel* konstatiert.[108]

Während die *FAZ* im Jahr 2000 die „Übertreibung nach unten“ kritisierte und

---

[104] FAZ, 20.05.2000, S. 25.
[105] FAZ, 17.07.2000, S. 33. Zuvor wurde dieses Urteil schon von einem Unternehmer geäußert: FAZ, 13.07.2000, S. 31.
[106] Analysten der GZ-Bank in: FAZ, 15.07.2000, S. 25.
[107] FAZ, 11.07.2001, S. 25.
[108] FAZ, 06.01.2001, S. 25; FAZ, 11.08.2001, S. 23.

noch die Sorge hatte, dass die Kleinanleger den Trend nach unten verschärfen könnten, weil sie die Einstiegskurse nicht vergessen können, sieht sie Mitte des Jahres 2001 die Situation schon als verloren an und hat Verständnis für die Zurückhaltung der Kleinanleger. Die Besprechungen des Kursverfalls am Neuen Markt lassen sich als zirkulärer Ratschlag zusammenfassen: Auf die Unternehmen sollte man spekulieren und nicht auf das Verhalten der anderen Anleger. Denn wenn letzteres das vorherrschende Kriterium des allgemeinen Börsenengagements ist, dann kann man nicht mehr auf die Ökonomie spekulieren und Zurückhaltung ist angebracht. Damit nimmt die *FAZ* die Anlegerkritik nicht explizit zurück. Dennoch ist darin eine offene Frage enthalten: Wann ist der Anleger unvernünftig, weil er sich entlang des Engagements anderer Börsenteilnehmer orientiert und wann ist er vernünftig, weil er auf das Verhalten der anderen Börsenteilnehmer acht gibt?

2.4. Zusammenfassung der Relativierungen der Kritik

An dieser Stelle soll nur knapp zusammengefasst werden, welche Abschwächungen oder Relativierungen die Printmedien an ihrer Kleinanlegerkritik vornehmen. Die ausführliche Diskussion der Erklärungen und Urteile wird am Ende des Kapitels geschehen.

Die *BILD* schwächt ihre Kritik an den Zockern nicht ab, sondern bespricht in einem anderen Zusammenhang die kurzfristige Spekulationsabsicht der Kleinanleger als etwas Positives. Zeitlich sind die Glückwünsche an erfolgreiche Kleinanleger vor allem in der Boomphase zu finden und im Sommer 2000 wird noch einmal neutral über das für die Kleinanleger mögliche Potenzial des Neuen Marktes in Sachen kurzfristigem Gewinn berichtet.

Der *Spiegel* schwächt die Kritiken „Herdenverhalten“, „Geldgier“, „uninformiert“, „Euphorie“ und das „Vergessen bisheriger Bewertungsmaßstäbe“ ab. Sie werden nicht widerrufen, aber graduell relativiert. Darüber hinaus präsentiert der *Spiegel* einige Kleinanleger, die in ausgewählte Werte investiert haben, freilich auch erfolglos, was sie mit mehr Erfahrung als Möglichkeit hätten antizipieren können.

Gradwanderungen nimmt auch die *FAZ* vor, allerdings mit umgekehrten Vorzeichen. In dem langsamen Kursverfall nach dem ersten Crash, entdeckt sie ein verändertes Spekulationsverhalten der Kleinanleger, welches scheinbar aus den vorherigen Fehlern gelernt hat. Vorherige Kritiken über das Verhalten während der Boomphase wird also nicht zurückgenommen, sondern zeitweise eine Besserung

konstatiert. Die *FAZ* relativiert anschließend dieses Lob, wenn ihr die Kleinanleger zu undifferenziert kritisch sind und auf herkömmliche Bewertungsmaßstäbe zu einseitig Acht geben. Der Vorwurf der „Übertreibung nach unten“ wird ergänzt um den Hinweis, dass im Umfeld einer stimmungsgeleiteten Börse Zurückhaltung angebracht ist. Nach welchem Maß hier Quantität in Qualität umschlägt, ist eine offene Frage.

3. Die Kleinanleger als Opfer

Die privaten Anleger werden vor allem zum Ende des Jahres 2000 zunehmend als Opfer der einbrechenden Kurse am Neuen Markt besprochen. Für die Frage, ob sie Ursache der Krise des Neuen Marktes sind, ist diese Einordnung der Kleinanleger relevant, weil sie neben der oben besprochenen Relativierung der Irrationalität ein weiteres Dementi gegen die Aussage, die Kleinanleger seien der Grund der Krise, enthalten kann. Unter einem Opfer wird in der Regel jemand verstanden, der ihm fremden und schädlichen Zwecken ausgeliefert ist und gerade nicht Subjekt der Lage ist. Zu fragen ist also, in welchen Hinsichten die Kleinanleger als Opfer besprochen werden, ob diese Hinsichten die Kritik an ihnen zurücknehmen und welche zeitlichen Entwicklungen vorzufinden sind.

3.1. Spiegel

Einhergehend mit dem zweitem Crash im Oktober 2000 beginnt der *Spiegel* den Opferstatus der Kleinanleger am Neuen Markt festzustellen und zu besprechen. „Die Kleinanleger sind die Dummen”[109], ist eine wiederkehrende Aussage und dies ist nicht als Charaktereigenschaft der Kleinanleger, sondern als Opfer- und Verliererstatus gemeint.

> „Alle spielten mit: Die Banken empfahlen jene Aktien der New Economy zum Kauf, die mit besonders kühnen Versprechungen vor die Anleger traten. Die Analysten, die eigentlich unabhängig die Szene beobachten sollen, mutierten zu Marktschreiern der New Economy. Assistiert wurden und werden sie von Dutzenden selbst ernannten Börsengurus, die in Tippbriefen und TV-Shows ihre Empfehlungen lancieren. Und die Anleger folgen ihnen wie dem Rattenfänger von Hameln.”[110]

Die Banken, die Analysten, die Unternehmen und sonstige Börsenexperten werden

[109] Spiegel, 42/2000, S. 118; Spiegel, 49/2000, S. 120: „Opfer sind die Kleinaktionäre“; Spiegel, 50/2000, S. 85; Spiegel, 2/2001, S. 70: „Spiegel: Haben Sie die Anleger für dumm verkauft?” und Spiegel, 17/2001, S. 96-100.
[110] Spiegel, 42/2000, S. 119.

als zweifelhafte Führungskräfte dargestellt, denen die Anleger ins Verderben folgen. In dem Bild vom Rattenfänger sind die Aussagen enthalten, dass die Kleinanleger leichtgläubig und zugleich Opfer der anderen Börsenteilnehmer sind. Diese Aussage nimmt also keine der obigen Kritiken zurück, sondern ergänzt sie um eine weitere Hinsicht. In dem Vorwurf „leichtgläubig“ ist das gegensätzliche und schädliche Interesse des Gegenübers enthalten, aber als eines, das man hätte antizipieren können.

In zwei Interviews müssen sich der Vorstandsvorsitzende der Deutschen Bank und ein Unternehmer der Frage stellen, ob sie die „Anleger bewusst getäuscht“ bzw. „die Anleger für dumm verkauft“ haben.[111] Der *Spiegel* hält die unmittelbaren Rechtfertigungen der Verdächtigen nicht für zufrieden stellend und hakt mehrmals nach. Schließlich enden aber diese Interviews ohne eine Beurteilung der geäußerten Rechtfertigungen.

Überwiegend wird im *Spiegel* aber das Fehlverhalten der beteiligten Börsenteilnehmer, soweit es um die Besprechung der Kleinanleger als Opfer der Kursverluste geht, nicht relativierend gegeneinander ausgespielt. So wird in zwei ausführlichen Artikeln über „Episoden aus dem Tollhaus“ EM.TV die Ausnutzung der Kleinanleger durch die Vorstands-Brüder Haffa hervorgehoben, ohne zugleich auf die Leichtgläubigkeit der Kleinanleger zu verweisen, die in anderen Artikeln weiter erwähnt werden.[112]

Opfer sind die Kleinanleger aus zwei Gründen. Allgemein sind sie die Opfer, weil die Kleinanleger durch die Kursverluste am härtesten getroffen werden. Andere Gruppen von Börsenteilnehmern, wie institutionelle Anleger, Fonds, Wagniskapitalgeber und die Unternehmen am Neuen Markt werden vom *Spiegel* nicht als Opfer der Kursverluste besprochen. In einer zweiten Hinsicht sind die Kleinanleger Opfer am Neuen Markt, weil sie von anderen Gruppen bewusst und systematisch ausgenutzt werden.

3.2. BILD

Die *BILD* bespricht die Kleinanleger als Opfer des Neuen Marktes, weil sie erst bei hohen Kursen einsteigen und sich nachträglich an den Kursverlusten zeigt, dass sie damit den realisierten Kursgewinn der professionellen Anleger finanziert haben. Dies

[111] Spiegel, 1/2001, S. 81 und Spiegel, 2/2001, S. 70.
[112] Spiegel, 49/2000, S. 116-122 und Spiegel, 4/2001, S.100-102.

wird schon bei der Infinion-Emission im März 2000 angedeutet, obwohl dort die Klage überwiegt, dass die Kleinanleger kaum zum scheinbar billigen Emissionspreis an die begehrten Aktien herangekommen sind.[113] Ein enttäuschter Anleger wird folgendermaßen zitiert: „Die Kleinen werden erneut abgezockt. Die springen jetzt alle hinterher und kaufen für viel Geld!“[114]

Während in diesen Aussagen die Betonung des besprochenen Nachteils der Kleinanleger noch auf den verpassten Gewinnchancen besteht, liegt nach dem zweiten Crash im Herbst 2000 die Betonung auf den Verlusten:

> „Börsen-Panik…und rasiert werden wie immer die Kleinanleger (…). Warum werden die Kleinanleger immer rasiert? Es ist das Gesetz der ‚Dienstmädchen-Hausse’: Wenn alle (vom Top-Banker bis zum Kleinanleger) investieren, muss jemand die Zeche zahlen.“[115]

Wenn an der Börse die Kurse einstürzen, so die Aussage, sind die Kleinanleger immer von neuem die hauptsächlichen Verlierer. Dies wird nicht als Ausnahme wahrgenommen, sondern als Regel und ist deswegen der *BILD* erklärungsbedürftig. Mit der „Dienstmädchen-Hausse“ ist der Zirkel angesprochen, dass alle investieren, weil alle investieren. Dadurch steigen die Kurse, was wiederum zum erweiterten Engagement bewegt. Dass diese Form der Spekulation einen Börsencrash einschließt, wird von der *BILD* unterstellt. Der Gehalt dieser Krisenerklärung soll an späterer Stelle untersucht werden. Hier ist von Interesse, dass die *BILD* eine Parallelität zwischen der Notwendigkeit von Verlusten überhaupt und dem Faktum, dass diese sich in der Hauptsache bei den Kleinanlegern einstellen, sieht. In der dann folgenden Fragestellung ist die Erklärung dieser Parallele allerdings schon in einer entscheidenden Hinsicht beantwortet: „Was sind die häufigsten Fehler?“, fragt die *BILD* und hat damit den Grund längst von der Beschaffenheit der Börse selbst getrennt und in die Subjektivität der Kleinanleger gelegt. Die Antwort liegt in der oben beschriebenen Aufzählung von irrationalen Verhaltensmustern. Die Kleinanleger sind zu zögerlich, zu leichtgläubig und haben „Flatter-Nerven“.[116] Die Ausführung dessen, was die Leichtgläubigkeit ausmacht, enthält dann wiederum einen Opferstatus:

---

[113] BILD, 11.03.2000, S. 2 und BILD, 14.03.2000, S. 2.
[114] BILD, 14.03.2000, S. 2.
[115] BILD, 10.10.2000, S. 2. Siehe auch: BILD, 15.11.2000, S. 2: „Neuer Markt: So verbrennen die Anleger-Milliarden!“
[116] Siehe auch: BILD, 29.12.2000, S. 2.

„Kleinanleger hören zu unkritisch auf den ‚Sachverstand' der Experten. Wenn der Analyst ihrer Bank sagt ‚Jetzt sind Kaufkurse', kaufen sie dazu. Oft will die Bank aber gerade diese Aktien abstoßen – der Kleinanleger ist der Dumme."[117]

Die Kleinanleger sind Opfer der Banken und ihrer Experten, weil letztere oft falsche Anlagestrategien empfehlen, damit sie die Kleinanleger mit der entgegengesetzten Strategie für ihre Aktienwertrealisierung auszunutzen können. Allerdings wird dieser Umstand als Fehler in die Subjektivität der Kleinanleger zurückgebeugt, weil diese wegen einer mangelnden kritischen Einstellung auf den Trick hereinfallen. Nicht ohne Komik fallen in dieser Hinsicht die anschließenden Expertentipps aus, die den Anlegern raten jetzt ruhig zu bleiben, weil die Kurse schon wieder steigen werden – die *BILD* hat die Anleger ja schließlich gewarnt, solchen Tipps nicht unkritisch gegenüber zu stehen.

Anhand des Kursverlaufs der deutschen Telekom thematisiert die *BILD* ebenfalls die Verluste der Kleinanleger. Hier wird die Diskrepanz zwischen den Werbebotschaften der deutschen Telekom und den realen Wertverlusten zum Thema gemacht. Auch wenn die „Kleinanlegerwut" ausführlich zur Sprache kommt, wird sie zugleich mit entgegengesetzten Aussagen konfrontiert.[118] Der Geschäftsführer der Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre, kann den „Ärger verstehen", betont aber, dass es sich „um ein normales Kursrisiko" handeln würde.[119] Im Vergleich mit anderen Unternehmen darf Ron Sommer wiederum als Vorstandsvorsitzender der deutschen Telekom die Lage seines Unternehmens als gut darstellen und daher in Aussicht stellen, dass mittelfristig wieder bessere Kurse zu erwarten sind.[120] Wie der *Spiegel* enthält sich die *BILD* in beiden Fällen eines eigenständigen Urteils.

Die Kleinanleger sind Hauptverlierer der einbrechenden Kurse. Von den Bankexperten werden sie ausgenutzt und zumindest der Verdacht, die deutsche Telekom hätte mit ihrer Börsengangwerbung die Kleinanleger in die Irre geführt, wird angesprochen. Dennoch relativieren beide Anklagen die Kritik an den Kleinanlegern nicht. Einmal wird durch entgegengesetzte Aussagen die Frage offen gelassen, ein anderes Mal wird durch die Beugung des Ausgenutztseins zurück in das Subjekt die Irrationalität der Anleger bestätigt: sie sind zu unkritisch. Auffällig ist, dass dies in den Klagen über die verpassten Gewinnchancen nicht geschieht. Dort

[117] BILD, 10.10.2000, S. 2.
[118] Siehe BILD, 9.8.2001, S. 1; BILD, 11.08.2001, S. 1; BILD, 20.08.2001, S. 2 und BILD, 29.05.2002, S. 2.
[119] BILD, 25.08.2000, S. 2.
[120] BILD, 25.08.2000, S. 2 und BILD, 15.02.2001, S. 1.

werden die Kleinanleger einfach nur benachteiligt und das Fehlverhalten einseitig bei den anderen Akteuren festgehalten.

3.3. FAZ

Die *FAZ* bespricht die Kleinanleger ebenfalls als Opfer der Kurseinbrüche und des Verhaltens anderer Börsenteilnehmer. Auch wenn die *FAZ* in der Fülle der Artikel mehr Raum für Differenzierungen enthält, weist die Tendenz dieses Themas deutliche Ähnlichkeiten mit der *BILD* auf: Die Kleinanleger erleiden den größten Schaden, sie werden von anderen Beteiligten bewusst oder unbewusst ausgenutzt, aber die Eigenverantwortung der Kleinanleger wird relativierend unterstrichen.

Die Kleinanleger sind Opfer der Banken, wenn sie von den Banken in der Zuteilung der Aktien und den dafür fälligen Gebühren strukturell benachteiligt werden. Wie die *BILD* berichtet die *FAZ* über die schlechteren Gewinnchancen der Kleinanleger bei der Aktienzuteilung. Allerdings verweist sie zugleich auf die „blinden" Aktionäre.[121] Hinsichtlich der Kursverluste wird die Beratung, die Analyse, das Verhalten der Emissionsbanken und Unternehmen und einmal die Deutsche Börse AG selber als schädlich für die Kleinanleger besprochen.[122] Zeitlich beginnt diese Sicht auf die Kleinanleger wie beim *Spiegel* und der *BILD* mit dem zweiten Crash im Herbst. Ohne eine relativierende Beugung auf den Kleinanleger wird der Opferstatus aber nur vereinzelt dargestellt.[123] Überwiegend schließt die *FAZ* die Darstellung des Kleinanlegers als Opfer anderer Börsenbeteiligter mit einem kritischen Hinweis auf das Verhalten der Kleinanleger selber ab.[124] So endet ein Leitartikel, in dem über Betrugsfälle, unkritische Börsenmagazine und Aktienemissionen mit „grotesk hohen Bewertungen" seitens der Emissionsbanken berichtet wird, folgendermaßen:

> „Das alles ändert nichts daran, dass letztlich die Verantwortung bei den Anlegern selbst liegt. Aktien sind Risikopapiere und keine Freifahrtscheine für unbegrenzte Kursgewinne. Die derzeitigen Kursverluste sind die Kehrseite der

[121] FAZ, 28.02.2000, S. 37. Siehe auch FAZ, 11.03.2000, S. 21 und FAZ, 11.01.2002, S. 21f.
[122] Beratung und Analyse: FAZ, 28.10.2000, S. 13; FAZ, 18.11.2000, S. 25; FAZ, 11.07.2001, S. 25. Emissionsbanken: FAZ, 11.10.2000, S. 17; FAZ, 18.11.2000, S. 25; FAZ, 23.12.2000, S. 25; FAZ, 11.07.2001, S. 25. Unternehmen: FAZ, 18.11.2000, S. 25; FAZ, 30.05.2001, S. 33; FAZ, 11.07.2001, S. 25; FAZ, 12.09.2001, S. 33. Dt. Börse AG: FAZ, 11.07.2001, S. 25.
[123] FAZ, 18.11.2000, S. 25 und FAZ, 26.02.2001, S. 15.
[124] FAZ, 11.10.2000, S. 17; FAZ, 21.10.2000, S. 31; FAZ, 28.10.2000, S. 13; FAZ, 18.11.2000, S. 25; FAZ, 05.12.2000, S. 17; FAZ, 06.02.2001, S. 33; FAZ, 25.05.2001, S. 13; FAZ, 06.03.2002, S. 13; FAZ, 08.06.2002, S. 11.

> hohen Gewinnchancen. Jedermann hatte ausreichend Gelegenheit, sich über die Risiken gerade am Neuen Markt zu informieren.“[125]

Hier äußert sich ein Gedanke, der für die *FAZ* in der gesamten Besprechung der Krise des Neuen Marktes wichtig ist. Die Freiheit der Marktwirtschaft, sein Geld und seine Aktivitäten alleine nach den eigenen Maßstäben zu verwenden, schließt ein, dass ein Scheitern nicht alleine anderen zur Last gelegt werden darf. Die eigene Entscheidung ist substantiell, niemand erzwingt sie und von daher liegt es an einem selbst, sich über die Tragweite der Entscheidung bewusst zu werden. Dies gilt um so mehr, als die Möglichkeit sich über das Risiko bewusst zu werden, laut *FAZ*, vorhanden war.

In einem anderen Artikel wird dagegen berichtet, dass die Beratungsmöglichkeiten für die Kleinanleger insgesamt mangelhaft wären:

> „Die deutschen Sparer werden von einem Heer von Vermittlern belagert, die sich häufig als neutrale Finanz- oder Anlageberater ausgeben, in Wahrheit aber ganz anderen Anreizen erliegen als dem, zuvorderst das Wohl des Kunden zu erhöhen.“[126]

Nicht immer, aber häufig haben Berater dem Kleinanleger gegenüber entgegengesetzte Interessen. Deshalb fordert die *FAZ* z.B. ein allgemeines staatliches Gütesiegel für Berater, was die Beratung allerdings verteuern könnte. Wiederum gelingt es der *FAZ* diese Überlegungen mit einem Vorwurf gegen die Kleinanleger abzuschließen:

> „Angesichts der traditionellen Verfahrensweise in Bankfilialen und beim Besuch des Versicherungsvertreters wiegt sich der Kunde hierzulande immer noch in dem Irrglauben, eine alle Ansprüchen genügende Beratung sei umsonst zu haben.“[127]

Zusammenfassend könnte man sagen, dass der Kleinanleger genügend Gelegenheiten hatte, sich zu informieren, aber die Kosten für eine qualitativ gute Beratung scheut.

Allerdings vermerkt die *FAZ* auch, dass selbst bei intensiver Nachforschung und kritischer Einstellung, keine absolute Sicherheit gegenüber Betrug besteht. Die im folgenden Bericht vom Kleinanleger sorgfältig ausgewählte Aktiengesellschaft hatte nur virtuelle Umsätze und Gewinne produziert:

> „Der Aktienkurs stürzte, als die besser informierten institutionellen Anleger begriffen, was geschah. Unser Kleinanleger, der leider in der Informationskette

[125] FAZ, 11.10.2000, S. 17.
[126] FAZ, 02.08.2000, S. 15.
[127] FAZ, 02.08.2000, S. 15.

> weiter hinten eingereiht war, verkaufte, als die Hälfte des Sturzfluges zurückgelegt war. Seinen Berater grüßt der Aktionär seitdem nur noch frostig. (…) Das ist wohl unfair: Der junge Bankmitarbeiter konnte das Drama ja auch nicht ahnen. Aber irgendwo muß man ja hin mit seinem Ärger.“[128]

Hier deutet sich eine weitere Variante an, den Kleinanleger zwar als Opfer anderer Beteiligter darzustellen und zugleich diese Rolle zu relativieren. Komplementär zur Diskussion um die Verantwortung wirft die *FAZ* den Anlegern vor in der Schuldsuche zu einfach vorzugehen.

> „Rasch ist mancher bei der Hand, Schuldige auszumachen: die Deutsche Börse, die den Neuen Markt reformieren muß, die Analysten, die Makler, die im Grauen Markt Kurse für Neuemissionen stellen, die Emittenten der Aktien - sie alle sind für das Elend verantwortlich. Sind sie? So einfach sollte man es sich nicht machen bei der Aufarbeitung der Geschehnisse. Natürlich schmerzen die Verluste, doch sollte das nicht den kritischen Blick trüben. (…) So sind wir Menschen nun einmal, wir wollen eine komplizierte Welt in wenige, einfache und vertraute Muster packen. (…) Die Altersvorsorge ist zu wichtig, um sie nebenbei nach Feierabend in die Hand zu nehmen - deswegen werden viele weiter auf die Hilfe von Experten vertrauen müssen.“[129]

Welche konkreten Vereinfachungen die Kleinanleger vornehmen, wird in späteren Kapiteln in der Besprechung der anderen Börsenakteure diskutiert. Für die Fragestellung dieses Kapitels ist nur festzuhalten, dass die *FAZ* die Schuldfrage für zu wenig komplex befindet. Die Kleinanleger sind nicht einfach Opfer anderer Akteursgruppen geworden. Die Schuldsuche ist verständlich, aber unangebracht und entlässt die Kleinanleger nicht ihrer Verantwortung. Nicht zuletzt deswegen, weil die Kleinanleger den Experten notgedrungen vertrauen müssen.

3.4. Zusammenfassung – Kleinanleger als Opfer

Alle drei untersuchten Printmedien beginnen mit dem zweiten Crash im Herbst die Kleinanleger als die Opfer des Neuen Marktes zu besprechen. Sie sind die Hauptleidtragenden der einbrechenden Kurse und werden zudem gezielt von anderen Akteursgruppen ausgenutzt.

Die Annahme, dass dadurch die Kritik am Verhalten der Kleinanleger abgeschwächt würde, hat sich allerdings nicht bestätigt. Sowohl die *FAZ*, die *BILD* als auch der *Spiegel* verweisen in denselben Artikeln darauf, dass mit dem Opferstatus das irrationale Verhalten der Kleinanleger bestehen bleibt oder sogar

[128] FAZ, 12.09.2001, S. 33.
[129] FAZ, 11.08.2001, S. 23. Siehe auch: FAZ, 04.01.2001, S. 25; FAZ, 25.05.2001, S. 13; FAZ, 11.07.2001, S. 25; FAZ, 01.09.2001, S. 13 und FAZ, 12.09.2001, S. 29.

eine Grundlage für die Benutzung derselben darstellt. Sie antizipieren also durchaus die Implikation des Opfertitels und wirken ihr entgegen: Leidtragender zu sein durch fremde und entgegengesetzte Interessen enthebt einen nicht der Verantwortung. In dieser Weise bestätigen die Printmedien, dass das Spekulationsverhalten der Kleinanleger eine Ursache der Krise des Neuen Marktes ist.

Der *Spiegel* weicht von dieser Argumentation nicht ab, hält aber den Hinweis auf die Leichtgläubigkeit der Kleinanleger nicht immer für nötig, wenn er sie als Opfer von anderen Akteuren darstellt. Hier scheint er darauf zu verzichten, weil er die Kritik an den Akteuren eindeutig festhalten und diese nicht durch die gleichzeitige Kritik an den Opfern abschwächen will.

4. Analyse: Anlegerverhalten der Kleinanleger als Ursache der Krise?

Alle drei untersuchten Medien beurteilen das Verhalten der Kleinanleger kritisch. Ohne zunächst auf die inhaltlichen und zeitlichen Nuancen der Printmedien zu achten, kann man die gemeinsame Kritik folgendermaßen knapp zusammenfassen:

Die Unwissenheit der Kleinanleger macht sich an der sich wiederholenden Geschichte fest, dass sie „(...) weiter jene Firmen (kaufen; H.K.), deren Namen sie kaum aussprechen können und über deren Geschäftsfeld sie nur wissen, dass es ‚irgendwas mit Internet' sein soll."[130] Sie kennen sich mit allgemeinen Grundsätzen des Börsenengagements nicht aus, die Kleinanleger sind also unerfahren.[131]

Weiter sind die Kleinanleger leichtsinnig oder gar sinnenlos. Sie haben „unbesehen jede neue Aktie" gezeichnet und verhalten sich somit wie „blinde Aktionäre", die sich von Stimmungen leiten lassen.[132] In dieser psychischen Verfassung sind sie unkritisch und leichtgläubig.[133] Herdenverhalten ist das Resultat.[134] Ist die Börsenlage aber unübersichtlich, sind sie verunsichert, zu

[130] Spiegel, 5/2000, S. 76. Siehe auch: Spiegel, 11/2000, S. 104; FAZ, 01.02.2000, S. 31; FAZ 26.02.2000, S. 25 und FAZ, 03.03.2000, S. 37.
[131] Spiegel, 39/2000, S. 131; Spiegel, 41/2000, S. 121; BILD, 01.04.2000, S. 2; BILD, 10.05.2000, S. 2; BILD, 25.08.2000, S. 2; FAZ, 18.03.2000, S. 25; FAZ, 08.04.2000, S. 25; FAZ, 21.10.2000, S. 31; FAZ, 21.10.2000, S. 25; FAZ, 25.11.2000, S. 25 und FAZ, 06.04.2001, S. 25.
[132] Spiegel, 32/2000, S. 56. Siehe auch: Spiegel, 5/2000, S. 79; Spiegel, 14/2000, S. 80; Spiegel, 15/2000, S. 101; Spiegel, 17/2001, S. 96; Spiegel, 12/2002, S. 110; BILD, 22.02.2000, S. 1; BILD, 01.04.2000, S. 2; BILD, 14.04.2000, S. 2; FAZ, 26.01.2000, S. 31; FAZ, 01.02.2000, S. 31; FAZ 11.03.2000, S. 21; FAZ, 12.04.2000, S. 29 und FAZ, 22.10.2001, S. 31.
[133] Spiegel, 42/2000, S. 119; Spiegel, 50/2000, S. 85; Spiegel, 17/2001, S. 100; BILD, 01.04.2000, S. 2; BILD, 10.10.2000, S. 2 und FAZ, 11.10.2000, S. 17.
[134] Spiegel, 42/2000, S. 119; BILD, 23.11.2000, S. 1; FAZ, 12.02.2000, S. 25 und FAZ, 04.12.2000, S. 35.

zögerlich und zu nervös.[135]

Mit Vernunft habe das wenig zu tun, wenn nicht mehr nach einem sorgfältigen Studium der Aktien entschieden wird, sondern nach Richtung der Börsenkurse. Die Kleinanleger sind nicht auf eine seriöse, langfristige Anlage aus, sondern auf „schnelles Geld“. In diesem Zweck sind sie maßlos und deshalb „gierig“. Sie sind „Zocker”, „Roulettespieler“ oder „Momentum-Player”.[136]

Die von den Printmedien vorstellig gemachten Charakterzüge des Kleinanlegerverhaltens können zusammenfassend als irrational bezeichnet werden, weil sie spiegelbildlich die Kriterien und Tugenden vorführen, welche für die untersuchten Printmedien Ausweis einer seriösen, vernünftigen, also rationalen Spekulation wären:

Mit dem Vorwurf der Unwissenheit erinnern sie daran, dass ein Aktienengagement auf dem ökonomischen Erfolg eines Unternehmens beruht. Die Prüfung des gegenwärtigen Geschäftsinhalts und –erfolg stellt daher für die Medien eine unabdingbare Bedingung für eine Spekulation dar, die sie für vernünftig halten.

Neben dem Studium der Aktiengesellschaft sind für sie Erfahrungen mit den Usancen an der Börse für eine erfolgreiche Spekulation notwendig. Dazu gehört nicht zuletzt, dass man um die gegensätzlichen Interessen der Akteure an der Börse weiß. Als Kleinanleger ist man auf Informationen und Anlageberatung von professionellen Akteuren angewiesen, was aber kein Grund ist, ihnen ohne weiteres zu vertrauen. Gerade weil die Spekulation eine unsichere Tätigkeit ist, kommt es für den Anleger darauf an Nervenstärke zu zeigen. Ernsthaftigkeit wird der Sinnenlosigkeit genauso gegenübergestellt wie das wohlüberlegte Risiko dem Leichtsinn.

Obwohl die Printmedien wissen, dass die gemeinsame Tat der Anleger die Börsenkurse deutlich bewegen können, halten sie die Orientierung an der Masse für ein mangelhaftes Kriterium des Spekulationsverhaltens. Solche Börseneffekte halten

---

[135] BILD, 31.03.2000, S. 1; BILD, 01.04.2000, S. 1; BILD, 12.04.2000, S. 2; BILD, 05.01.2001, S. 1; FAZ, 12.10.2000, S. 31; FAZ, 20.10.2000, S. 25; FAZ, 22.12.2000, S. 25; FAZ, 22.09.2001, S. 25 und FAZ, 27.10.2001, S. 23.

[136] Spiegel, 5/2000, S. 79; Spiegel, 15/2000, S. 100; Spiegel, 42/2000, S. 119; Spiegel, 32/2000, S. 55; Spiegel, 49/2001, S. 98; Spiegel, 12/2002, S. 110; BILD, 22.02.2000, S. 1; BILD, 31.03.2000, S. 1 und 2; BILD, 01.04.2000, S. 1 und 2; BILD, 12.04.2000, S. 1; BILD, 18.06.2000, S. 2; BILD, 08.12.2000, S. 2; FAZ, 03.04.2000, S. 35; FAZ, 17.04.2000, S. 33; FAZ, 21.10.2000, S. 31; FAZ, 18.11.2000, S. 25; FAZ 16.12.2000, S. 25 und FAZ 30.12.2000, S. 25.

die Medien für vorübergehende und müssen nur denjenigen Anlegern Sorgen machen, die auf kurzfristigen Gewinn spekulieren. Dagegen zeichnet sich für sie eine rationale Anlagestrategie durch die langfristige Teilhabe an einer Unternehmung aus. Dafür ist auch gegen den Trend eine individuelle Auswahl der Aktiengesellschaft notwendig, die sich langfristig aber auszahlt.

Während die *FAZ* und der *Spiegel* das Verhalten der Kleinanleger als eine Ursache der Krise neben anderen bestimmen, ist die *BILD* zugleich eindeutiger und unbestimmter. Sie benennt die „Zocker" zunächst als alleinigen Grund der Krise, verortet diese Gruppe allerdings nicht in eindeutiger Weise. Die Identität mit dem Kleinanleger wird Nahe gelegt, an anderen Stellen aber der Unterschied hervorgehoben. Die „professionellen Anleger" werden aber von den „Zockern" abgegrenzt. Erst Anfang des Jahres 2001 fragt sich die *BILD*, ob alle Anleger „verrückt geworden sind".

Gemeinsam ist den untersuchten Medien die Begründung der Krisenursache „Kleinanlegerverhalten". In ihrer Irrationalität sorgen sie zusammen mit anderen Anlegergruppen für die Überbewertung Anfang 2000, die notwendig zur Krise führen musste. Darüber hinaus erhält sich das irrationale Spekulationsverhalten der Kleinanleger bis Mitte 2001 und sorgt für die starken Kursschwankungen, welche eine rationale Anlagestrategie unmöglich macht. In letzterer Hinsicht ist nicht die Überwertung der Grund der Krise, sondern der andauernde instabile Kursverlauf des Neuen Marktes, der immer mehr Anleger und Unternehmen zu der Überzeugung bringt, sich von dem Börsensegment fernzuhalten.

Die Ursache der Krise liegt also in einem Fehlverhalten der Kleinanleger, dem ein rationales Verhalten teils implizit, teils explizit gegenübergestellt wird. Eine rationale Spekulation hätte nicht zu der Blase geführt, die platzen musste und hätte auch nicht für die andauernde Unsicherheit am Neuen Markt geführt, die schließlich im Desinteresse der Akteure mündete. Allerdings hat sich in den Printmedien gezeigt, dass die Kriterien für eine rationale Spekulation nicht immer eindeutig sind.

a) Der Vorwurf an die Kleinanleger, sie seien leichtgläubig, enthält, dass die anderen Akteure ihnen fremde und entgegengesetzte Interessen verfolgen. Die drei Printmedien halten zwar fest, dass die Kleinanleger ausgenutzt werden, beugen aber

diesen Umstand in die Psyche des Opfers zurück. Die harmonische Vorstellung einer objektiven Teilung von Arbeit - die Unternehmen erhalten Geld, das sie vermehren, die Aktionäre als Geldgeber partizipieren dafür an ihrem Gewinn und die Berater vermitteln diese Symbiose mit Informationen - wird als naiv zurückgewiesen. Man muss mit den gegensätzlichen Interessen rechnen und dies nicht nur im Ausnahmefall. Zugleich unterstreichen die Medien direkt oder indirekt, dass die Anleger auf die Beratung von „Experten“ angewiesen sind. Indirekt z.B. durch die Fülle an Experteninterviews oder –zitaten. Direkt im Falle der *FAZ*, wenn sie gegen die einfache Schuldsuche einwendet, dass die Kleinanleger auf die Experten notwendig angewiesen sind. Die Prädikate „leichtgläubig“ und „unkritisch“ erweisen sich so als widersprüchliche Kritikpunkte. Weil die Kleinanleger objektiv nicht in der Lage sind ein vernünftiges, eigenständiges Bewertungsurteil zu fällen, sind sie auf Experten angewiesen. Dabei sollen sie kritisch sein und dem „Experten“ nicht ohne weiteres trauen. Die Frage, woher sie die Kriterien ihrer Kritik nehmen sollen, können die Printmedien nicht beantworten.

Die Kritik, die Anleger seien zu leichtgläubig, erweist sich daher nicht als eine Erklärung eines mangelhaften praktischen Verhaltens, sondern als eine Forderung an die gedankliche Stellung der Kleinanleger zum Neuen Markt und zur Börse überhaupt: Die Anleger sollen mit entgegengesetzten Interessen rechnen, sich mit diesem Widerspruch arrangieren, ihn aber nicht der Börse zur Last legen.

b) Die Kritik an den Kleinanlegern bzw. Zockern, sie seien von der „Gier“ getrieben, wird von allen untersuchten Printmedien vorgetragen. Darin ist erstens der Zweck angesprochen, das Geld unbeschränkt vermehren zu wollen. Die Redewendung „Sie können den Hals nicht voll kriegen“ drückt denselben Inhalt aus. Zweitens ist mit der „Gier“ eine psychische Disposition der Kleinanleger angesprochen. Ihr Denken ist derart vom maßlosen Bestreben nach Geld bestimmt, dass sie die Bedingungen und Mittel der Geldvermehrung an der Börse ignorieren. Die anderen Kritikpunkte, die Leichtgläubigkeit, das Ignorieren herkömmlicher Bewertungsmaßstäbe, kurzfristiges statt langfristiges Engagement und Spekulation trotz Unerfahrenheit sind insofern Ausdruck und Konsequenz der „Gier“. Umgekehrt sind diese einzelnen Kritikpunkte die einzigen Belege für das Prädikat „gierig“. Alle Kritikpunkte werden verdoppelt in eine Kraft, die in der Psyche des Menschen

waltet. Nach dieser zweiten Seite bietet also das Prädikat „gierig“ relativ zu den anderen Kritikpunkten keinen eigenständigen Inhalt.[137]

Bleibt die erste Seite der Kritik, die Kleinanleger wollen unbeschränkt Geld verdienen. Dass die Kleinanleger überhaupt am Neuen Markt „viel“ Geld verdienen wollen, wird von den Printmedien nicht kritisiert. Dieser Zweck ist für sie respektabel oder einfach selbstverständlich. In sich hat der Zweck Geldvermehrung aber kein Maß. Geld hat keinen realen Gebrauchswert, sondern ist der Inbegriff der Möglichkeit jedes Gebrauchswertes in der kapitalistischen Gesellschaft.

> „Qualitativ oder seiner Form nach ist das Geld schrankenlos, d.h. allgemeiner Repräsentant des stofflichen Reichtums, weil in jede Ware unmittelbar umsetzbar. Aber zugleich ist jede wirkliche Geldsumme quantitativ beschränkt, daher auch nur Kaufmittel von beschränkter Wirkung.“[138]

Reale Gebrauchswerte lassen sich auf ein Bedürfnis beziehen und man kann angeben, wie viele DVDs, Nudeln oder Kühlschränke ein Mensch in einem Monat oder längeren Zeiträumen braucht.[139] Da das Geld die Möglichkeit aller Bedürfnisse ist und diese Bedürfnisse auch weit in der Zukunft liegen können, wie die Rente oder die Universitätsausbildung der noch nicht geborenen Urenkel, ist der Gelderwerb das einzige Bedürfnis, das tatsächlich maßlos ist. Die Printmedien vermögen auch keinen Bedürfnishaushalt der Anleger anzugeben, relativ zu dem die Bemühung nach mehr Geld übertrieben wäre. Ihr Kriterium für die Kritik der Maßlosigkeit ist nicht in dem Zweck selbst begründet, sondern in den Konsequenzen für seine Bedingungen: Der Wille, am Neuen Markt Geld zu verdienen, hat Konsequenzen angenommen, welche die Grundlagen des Geldverdienens selber in Frage stellen. Im Boom führt der Wille zu der Überwertung, welche die Krise einschließt, im weiteren Verlauf führt der Wille zu den Kursschwankungen, welche den Neuen Markt für ein kalkuliertes

---

[137] „Man pflegt zu sagen, daß die Natur der Kraft selbst unbekannt sei und nur ihre Äußerung erkannt werde. Einesteils ist die ganze Inhaltsbestimmung der Kraft ebendieselbe als die der Äußerung; die Erklärung einer Erscheinung aus einer Kraft ist deswegen eine leere Tautologie.“ Georg W.F. Hegel, Enzyklopädie der philosophischen Wissenschaften im Grundrisse, Erster Teil. Frankfurt am Main 1986, S. 270 (§136).

[138] Karl Marx, Das Kapital - Kritik der Politischen Ökonomie, Erster Band, Buch I, Der Produktionsprozeß des Kapitals, in: Marx-Engels-Werke (MEW) Bd. 23, herausgegeben vom Institut für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED, Berlin 1989, S. 147.

[139] Diese Aussage steht im Gegensatz zu einem grundlegenden Lehrsatz der Volkswirtschaftslehre, nach dem die Bedürfnisse des Menschen unendlich seien: „Die Wirtschaftslehre geht davon aus, daß die Menschen ihre materiellen und immateriellen Bedürfnisse durch die Beschaffung geeigneter Güter zu befriedigen suchen. Während die Bedürfnisse im Prinzip unendlich sind, stehen die Güter jedoch nur begrenzt zur Verfügung (Gesetz der Knappheit). So kommt es zu einem planvollen Handeln, das darauf ausgerichtet ist, die Knappheit zu überwinden. Dieses Handeln nennt man Wirtschaften.“ Bernhard Keller, Soziale Marktwirtschaft. Frankfurt am Main 1995, S. 8f.

Geldverdienen unbrauchbar machen.

Diese Form der Kritik, in der Akteure darauf hingewiesen werden, dass sie dauerhaft auf ihre Bedingungen angewiesen sind und sie diese in ihrer kurzfristigen Perspektive zerstören, wäre bei jedem anderen Zweck rationell. So sollte ein Doktorrand ab und zu vom Schreiben Abstand nehmen und sich Zeit für die Pflege seines Computers leisten und einen Backup machen, damit Viren und ein schleppendes Betriebssystem nicht einen Teil seiner Arbeit vernichten. Der Zweck des Geldverdienens sperrt sich aber gegen diese Kritik, weil er selber im Ausgangspunkt den Gegensatz zu seinen Bedingungen enthält.

> „Das Geld ist selbst aber Ware, ein äußerliches Ding, das Privateigentum eines jeden werden kann. Die gesellschaftliche Macht wird so zur Privatmacht der Privatperson."[140]

Die gesellschaftliche Macht in Form des Geldes für sich zu sichern, enthält ein gegensätzliches und ausschließliches Interesse aller ökonomischen Subjekte (nicht erst bei den konkreten Gestalten, Arbeiter, Kapitalist, Anleger und Bankberater). Was sich der Einzelne an Macht sichert, ist die Unsicherheit, die Untertänigkeit der anderen. Auf die Börse bezogen heißt das: Nur zusammen schaffen alle Akteure die Bedingungen für ihren eigenen Erfolg, zugleich suchen sie in jedem Moment diesen Erfolg für sich gegen die anderen zu privatisieren.

Die Leistung der tautologischen Begründung des Fehlverhaltens in der Gier der Akteure, hier der Anleger, besteht darin, die schädlichen Konsequenzen von dem Zweck „Geldverdienen" zu trennen und sie in einer besonderen geistigen Haltung zum Geld zu begründen. Das Prinzip des Geldverdienens wird so mit Hilfe einer moralischen Verurteilung der Akteure in einem Ideal als an sich gutes erhalten.

c) Der Vorwurf, die Anleger hätten übliche Bewertungsmaßstäbe vergessen enthält ebenfalls eine offene Variabel. Diese Kritik wird vom *Spiegel* und von der *FAZ* an alle Anleger gerichtet, in der *BILD* ist sie nicht zu finden. In der Kritik werden Bewertungsmaßstäbe, die an anderen Börsensegmenten, wie dem Amtlichen Handel, üblich sind, an die Werte des Neuen Marktes angelegt. Der Vergleich ergibt eine erstaunliche Diskrepanz zwischen den Bewertungen, die nicht gerechtfertigt scheint. Die Firmen der New Economy besitzen vergleichsweise wenig „reale Werte", wie Fabrikgebäude, Grundstücke oder Maschinerie. Die gegenwärtigen

[140] Marx, Kapital Bd. 1. MEW 23, S. 146.

Gewinne, wenn überhaupt vorhanden, fallen ebenfalls gering aus. Die zukünftigen Gewinne müssten vergleichsweise überdurchschnittlich ausfallen, um die Aktienbewertung zu rechtfertigen. Auf der anderen Seite betonen die Printmedien aber auch den Unterschied des Neuen Marktes zu anderen Börsensegmenten. Eine abweichende Bewertung der New Economy halten sie deshalb für gerechtfertigt. Was sind also die Kriterien für den gerechtfertigten Unterschied in der Bewertung und welche Kriterien belegen die beklagte Übertreibung? An dieser Stelle soll zunächst nur diese offene Frage festgehalten werden, um sie zusammen mit den Ausführungen zum Thema „Wachstumsunternehmen" in den Kapiteln zu den Analysten und zu den Unternehmen wieder aufzunehmen.

d) Anstatt das Aktienengagement auf einer sorgfältigen Analyse beruhend auszurichten, haben die Anleger sich an der allgemeinen Stimmung orientiert. Hierzu wurde bereits in der Darstellung der *FAZ* diese offene Frage festgehalten: Wann ist der Anleger unvernünftig, weil er sich entlang des Engagements anderer Börsenteilnehmer orientiert und wann ist er vernünftig, weil er auf das Verhalten der anderen Börsenteilnehmer Acht gibt? Die Tatsache, dass die Anleger mit ihrem Engagement die Börsenkurse schaffen, steht außer Frage. Die *FAZ* kritisiert daher die Anleger mit einem zirkulären Argument. Auf die Unternehmen sollte man spekulieren und nicht auf das Verhalten der anderen Anleger. Denn wenn letzteres das vorherrschende Kriterium des allgemeinen Börsenengagements ist, dann kann man nicht mehr auf die Ökonomie spekulieren.

Auch hier scheint wie bei dem Kritikpunkt „Gier" die Stabilität des Neuen Marktes insgesamt der Leitfaden der Kritik zu sein. Am Verhalten der Kleinanleger an sich lässt sich die Kritik nicht begründen. Nur relativ zur Wirkung - unsicherer Börsenverlauf - wird die Kritik festgemacht.

Der *Spiegel* und die *BILD* kritisieren die Orientierung an der Stimmung. Beide Printmedien unterstreichen auch die Bedeutung kollektiver Entscheidungen der Anleger für den Kursverlauf. Sie reflektieren diese Aussage aber nicht in ihre Kritik an die Anleger hinein, sondern halten sie einseitig fest.

e) In allen drei Printmedien wird das kurzfristige Aktienengagement der Kleinanleger kritisiert. In der *FAZ* und im *Spiegel* wird diese Kritik auch nicht

abgeschwächt. Die *BILD* dagegen berichtet auch positiv über die kurzfristigen Gewinne einiger Kleinanleger. Zeitlich löst sich dieser Widerspruch auf und kennzeichnet einen Argumentationswechsel innerhalb der *BILD*.

In der Zeit des Börsenbooms und nach dem ersten Crash im Frühjahr 2000 will die *BILD* mit dem Hinweis auf die glücklichen Kleinanleger das Aktienengagement seiner Leserschaft fördern. Für die mögliche und tatsächliche Enttäuschung kreiert die *BILD* zugleich eine gesonderte Gruppe, „die Zocker", die verantwortlich für die Kursverluste der Kleinanleger sind. Mit den Zockern wird der Neue Markt als eigentlich positive Institution für die Kleinanleger gerettet. Aus dieser Interpretation wäre zu schließen, dass die *BILD* nicht um eine Erklärung des Neuen Marktes bemüht ist, sondern diese Institution befördern will.

Dieses Interesse wird verknüpft mit einem anderen Thema. Wenn die *BILD* thematisiert, dass „die Großen wieder einmal mühelos reich werden können", dann befördert und bestätigt sie ein verbreitetes Urteil ihrer Leserschaft. Die Welt ist ungerecht, weil „die Großen" immer gewinnen und der „kleine Mann" verliert. Dieses Thema kommt in der *BILD* auch in anderen Zusammenhängen regelmäßig vor. Die *BILD* will damit nicht zu einem Umsturz aufrufen und so wird es in der Leserschaft auch nicht aufgenommen. Vielmehr darf sich der „kleine Mann" zu Gute halten, dass er zwar nicht erfolgreich ist, aber anständig, ehrlich und sein Leben mit „harter Arbeit" verdient. In dieser moralischen Selbstbespiegelung findet der „kleine Mann" einen Grund, warum der seinen Alltag begleitende allgemeine Verzicht sich lohnt. Um diese Einstellung zu pflegen, müssen aber auch positive Beispiele zu finden sein, anhand derer gezeigt werden kann, dass „die Welt" nicht rein ungerecht ist, also auch der „kleine Mann" Erfolg haben kann. In dieser Hinsicht präsentiert die *BILD* auch Kleinanleger als Gewinner des Neuen Marktes, die jetzt ihren verdienten Urlaub antreten können.

Angesichts des vollendeten Niedergangs des Neuen Marktes am Ende des Jahres 2002 knüpft die *BILD* an dieses letzte Thema an und gibt ihm eine andere Wendung. Die Kleinanleger werden uneingeschränkt für ihr Bemühen, sich mittels der Spekulation am Neuen Markt über ihren Stand zu erheben, kritisiert. Von Chancen und Möglichkeiten, welche die *BILD* den Kleinanlegern selber in Aussicht gestellt hat, ist nicht mehr die Rede. Die Lebensweisheit für den „kleinen Mann", nach dem Bescheidenheit zum Erfolg führt, wird angesichts der Krise des Neuen Marktes

anders betont. Statt hervorzuheben, dass Verzicht auch mit Erfolg belohnt wird, hält die *BILD* den Kleinanlegern vor, dass für den Erfolg zu allererst Verzicht notwendig ist.

4.1. Zusammenfassung der Analyse

Alle drei Printmedien erklären sich die Krise des Neuen Marktes durch ein Fehlverhalten der Kleinanleger. Allerdings sind sie nur eine Ursache der Krise neben anderen. Die Analyse der verschiedenen Momente dessen, was die irrationale Spekulation der Kleinanleger ausmachen soll, hat in Hinsicht auf die „Leichtgläubigkeit“ ergeben, dass der Vorwurf nicht auf das praktische Verhalten der Kleinanleger geht, sondern auf deren geistige Stellung zur Börse. In Hinsicht auf die „Gier“ und die „Stimmungsgeleitete Spekulation“ gründen die Erklärungen nicht in dem Verhalten der Kleinanleger selbst, sondern äußerlich in der Wirkung des Verhaltens. Damit wird die Krise nicht erklärt, sondern das Ideal einer rationalen Spekulation vorstellig gemacht, ein Anlegerverhalten, dass den krisenfreien Verlauf der Spekulation verbürgen würde.

In anderen Hinsichten haben sich Widersprüche ergeben, die offene Fragen aufwerfen, welche in dieser Arbeit später wieder aufgenommen werden. Dass die Anleger herkömmliche Bewertungsmaßstäbe vergessen bzw. ignoriert haben steht in einem offenen Verhältnis zu der Aussage, dass die Werte am Neuen Markt sich von den herkömmlichen Werten unterscheiden. In den Kapiteln über die Analysten und die Unternehmen werden nähere Bestimmungen dieses Unterschiedes seitens der Printmedien gegeben und die offene Frage weiter behandelt.

Die kurzfristige Spekulation kann hinsichtlich der *FAZ* und dem *Spiegel* zunächst als Kritik an die Kleinanleger festgehalten werden. Hier haben sich keine Widersprüche in der Kritik ergeben. Anders bei der *BILD*, welche die Kleinanleger in der Boomphase für ihre kurzfristigen Kursgewinne beglückwünscht. Der Widerspruch erweist sich als ein Argumentationswechsel relativ zu verschiedenen Börsenphasen, enthält aber inhaltlich eine Identität: Der Kleinanleger wird von der *BILD* als Mensch angesprochen, der seinen ökonomischen Erfolg auf Grundlage von Bescheidenheit sucht bzw. suchen sollte.

III. Das Spekulationsverhalten der Großanleger als Ursache der Krise

In der Abhandlung zur Kritik der Kleinanleger ist bereits deutlich geworden, dass die untersuchten Printmedien auch am Verhalten der institutionellen bzw. vermögenden Anleger Mängel feststellen, die als Krisenursache wirken sollen. In diesem Kapitel wird die Kritik an dieser Akteursgruppe dargestellt und einer vorläufigen Analyse unterzogen, sofern ihr Kauf- und Verkaufverhalten für die Krise des Neuen Marktes bestimmend sein soll.

In allen drei Printmedien ist häufig von den „professionellen Anlegern", kurz „die Profis" oder „institutionellen Anlegern" die Rede. Sucht man nach Auskünften, welche konkreten Institutionen oder Personen sich hinter diesen Titeln verbergen, so erhält man folgende Kette an Erweiterungen: Die *BILD* führt Banken an, die teils selber Fonds auflegen oder aber im Zusammenhang mit einer früheren Begleitung einer Aktiengesellschaft an die Börse noch Aktien dieser Firma halten. Daneben gibt es auch Fonds, die unabhängig von einer Bank operieren. Der *Spiegel* und die *FAZ* berichten darüber hinaus von privaten Großanlegern, die in Millionenhöhe Kapital anlegen und von Versicherungsgesellschaften, die im Neuen Markt engagiert sind. Die *FAZ* erwähnt zudem in wenigen Berichten, dass auch Hedge-Fonds auf fallende Kurse am Neuen Markt spekulieren.

Die einzelnen Kritiken der Printmedien an den professionellen Börsenakteuren fallen sowohl akteurs- als auch tätigkeitsbezogen aus. Die Darstellung der Kritik wird im Folgenden nach den Tätigkeitsfeldern in mehrere Kapitel aufgegliedert. In diesem Kapitel wird zunächst nur das *Anlage*verhalten von Banken, Fonds oder anderen Großinvestoren behandelt. Davon getrennt wird erst im nächsten Kapitel das Emissionsgeschäft, die Begleitung einer Aktiengesellschaft an die Börse, untersucht. Obwohl die Banken nach der Platzierung einer AG an der Börse eigene Aktien der Firma halten und so als Großinvestor gelten können, finden sich in den Printmedien eigentümliche Kritiken an der Emissionstätigkeit. Ebenfalls in einem späteren Kapitel wird die Beratung und Vermittlung von Aktiengeschäften Gegenstand. Die Gebührenpolitik der Banken bzw. Fonds und vor allem die häufig zweifelhafte Rolle der Berater werden dort verhandelt. Die Analysetätigkeit erhält anschließend ein eigenes Kapitel, weil sie übergreifend bei dem Investitionsverhalten, dem Emissionsgeschäft und der Vermittlungstätigkeit eine Rolle spielt und dennoch

spezifische Kritiken in den Printmedien erhält. Obwohl also die Anlagetätigkeit der Großinvestoren Schnittmengen mit der Aktienemission, der Beratung und der Aktienanalyse aufweisen, sind die letzteren Tätigkeiten in diesem Kapitel kein Gegenstand der Untersuchung.

Das Investitionsverhalten der professionellen Anleger wird wiederum so dargestellt, dass zunächst die Kritik in Reinform behandelt und anschließend etwaige Relativierungen der Kritik präsentiert werden. Die offenen Fragen und Widersprüche, die sich in der Darstellung ergeben, werden anschließend gesondert diskutiert.

1. Kritiken am Investitionsverhalten der Großanleger

Neben dem irrationalen Anlageverhalten ist vor allem für den *Spiegel* die Kursmanipulation seitens der Großanleger ein Beitrag zur Unsicherheit am Neuen Markt. Aufgrund ihrer Marktposition stehen ihnen Mittel zur Verfügung, die Kurse zu ihren Gunsten und zum Schaden der anderen Anleger in Bewegung zu setzen. Zeitlich beginnt der *Spiegel* im Herbst 2000 das Thema aufzugreifen. In der *BILD* und der *FAZ* wird diese Praxis schon vorher aufgegriffen, aber nicht direkt zu einer Krisenursache erhoben.

Wie bereits im Kapitel zu den Kleinanlegern dargestellt wurde, fällt an der BILD auf, dass sie den irrationalen Charakter des Großanlegerverhaltens im Gegensatz zu den anderen beiden Printmedien sehr spät aufgreift.

1.1. BILD

Bereits im vorherigen Kapitel wurde erwähnt, dass die *BILD* zumindest die Frage aufwirft, ob „denn alle Anleger verrückt geworden sind“. In beiden Fällen verneinen die gefragten Professoren diesen Verdacht.[141] Ohne die institutionellen Anleger explizit zu erwähnen, werden nach dem zweiten Crash im Herbst 2000 zwei Experten nach einem vermuteten Ende des Neuen Marktes gefragt. Deren Antwort enthält eine Kritik an allen Anlegern:

> „Es gibt keine fundamentalen Daten für den Rückgang am Neuen Markt.“[142]
>
> „Wie eine Rinderherde laufen alle in eine Richtung.“[143]

[141] BILD, 12.04.2000, S. 2 und BILD, 05.01.2001, S. 1.
[142] Garz von der West-LB in: BILD, 23.11.2000, S. 1.
[143] Rolf Drees von Union Investment in: BILD, 23.11.2000, S. 1.

Einmal wird den Anlegern eine allgemeine Untertreibung nach unten vorgeworfen und zum zweiten ein psychologisch begründetes gleichgerichtetes Spekulationsverhalten. Über diese Artikel hinaus wird aber in keinem Artikel die Rationalität des Investitionsverhaltens der institutionellen Anleger in Frage gestellt.

Als zweiter Kritikpunkt taucht in der *BILD* die Kursmanipulation auf. Enthalten ist diese Kritik implizit, wenn sie die Kleinanleger davor warnt, allzu leichtgläubig den Ratschlägen der Experten zu vertrauen, weil diese ihnen entgegengesetzte Interessen verfolgen.[144] Implizit ist die Kritik, weil der eigentliche Gegenstand der Artikel die Leichtgläubigkeit der Kleinanleger ist. Explizit dagegen wird die Kursmanipulation im Zusammenhang mit Bernd Förtsch verhandelt. Förtsch hat die Zeitschrift „Der Aktionär" herausgegeben und war Berater mehrerer Aktienfonds. Bereits im August 2000 berichtet die BILD über den Verdacht, dass er Aktien empfohlen hat, die er selber in der anschließenden steigenden Tendenz abgestoßen hat.[145] Im Oktober durchsucht die Staatsanwaltschaft dessen Geschäftsräume. Die BILD titelt: „Riesen-Börsen-Betrug – Razzia bei Anleger Guru."[146] Der Artikel ist im Gegensatz zum Aufmacher nüchtern gehalten. Es wird sachlich erklärt, wie die Kursmanipulation funktioniert haben soll und was der Stand der Ermittlungen ist. Einen Bezug zwischen dem Betrugsverdacht und dem negativen Kursverlauf am Neuen Markt stellt die *BILD* weder in diesem noch in anderen Artikeln her.

Damit ist die Kritik am professionellen Anlegerverhalten in der *BILD* auch schon erschöpft. Zu bemerken ist, dass die Kritik an den „Profis" auch in anderen Zusammenhängen, wie den Unternehmen oder der Börsenregulierung im Gegensatz zur Kritik an den Kleinanlegern, wenn überhaupt, sehr implizit ausgesprochen wird. Selbst in der Anklage, dass die „Großen" immer Vorteile haben, wird nicht direkt gegen die „Großen" argumentiert.

1.2. Spiegel

Neben den Kleinanlegern macht der *Spiegel* auch den institutionellen Anlegern den Vorwurf, in ihrer Gier und stimmungsgeleiteten Spekulation den Boom verursacht zu haben, der die Krise in sich trägt. Für die „Zitterbörse" sind sie ebenso mitverantwortlich, wie für die zeitweise konstatierte „Übertreibung nach unten".[147]

---

[144] BILD, 01.04.2000, S. 1f. und BILD, 10.10.2000, S. 2.
[145] BILD, 15.08.2000, S. 2.
[146] BILD, 31.10.2000, S. 1f.
[147] Siehe das Kapitel „Das Spekulationsverhalten der Kleinanleger als Ursache der Krise", S. 35f.

Über die schon zitierten Urteile im Kapitel über die Kleinanleger hinaus, findet sich in diesen Hinsichten eine für institutionelle Anleger spezifische Ergänzung:

> „Den Fluxx-Leuten dämmert langsam, dass sie bei diesem Glückspiel nicht die Akteure waren. Sie sollten der Jackpot sein. Gewonnen hat allenfalls der Großaktionär NIB, eine Tochter der Vereins- und Westbank, die im April 200000 Aktien abstieß."[148]

Am Fallbeispiel der Fluxx.com AG beschreibt der *Spiegel* den rasanten Auf- und Abstieg der Unternehmen am Neuen Markt. Für die Mitarbeiter haben sich die Aktienoptionen, mit denen sie teilweise ausbezahlt wurden, nicht gelohnt, weil sie an Haltefristen gebunden waren. Der Großaktionär NIB dagegen hat das Unternehmen für seine kurzfristige Spekulation als Material lohnend ausgenutzt. In einem anderen Artikel weist der *Spiegel* darauf hin, dass die Banken für diesen Zweck, die Unternehmen des Neuen Marktes gedrängt haben, unwirtschaftliche Übernahmen einzugehen, damit die Optik auf die Börsenkurse Einfluss nimmt.[149]

Der Vorwurf der Kursmanipulation wird im *Spiegel* ebenso wie in der *BILD* in vielen Artikeln besprochen. Zeitlich beginnt diese Kritik nach dem zweiten Crash im Herbst 2000 und hält bis ins Jahr 2003 an.

> „Das simpelste und deshalb von Brokern auch besonders häufig gewählte Verfahren, einen hübschen Zusatzgewinn herauszuschlagen, ist das gezielte Streuen von angeblichen Exklusivinformationen, die geeignet sind, den Markt in Schwingungen zu versetzen. Der Händler wartet einfach ab, bis das Gerücht seine Wirkung tut, und verkauft dann schnell wieder die Aktien, mit denen er sich vorher reichlich eingedeckt hat."[150]

> „Angebot und Nachfrage bestimmen den Wert einer Aktie. Doch die Nachfrage lässt sich stimulieren – durch gezielte Käufe von Großinvestoren (...), durch positive Meldungen, durch Gerüchte."[151]

Eine höhere Nachfrage relativ zu einem gegebenen Angebot, führt zu einer höheren Aktienbewertung. Gelingt es, die Nachfrage anderer Marktteilnehmer selber hervorzurufen, dann ist in einfacher Weise ein Kursgewinn zu realisieren. Für dieses Verfahren ist eine Sonderposition unterstellt. Im Zitat ist z.B. die Masse des Kapitals des Großinvestors eine entscheidende Bedingung. Der eigene Kauf muss so umfangreich sein, dass dadurch die Kurse sichtlich bewegt werden, damit die

---

[148] Spiegel, 3/2001, S. 91.
[149] Spiegel, 49/2001, S. 98 und Spiegel, 10/2002, S. 89.
[150] Spiegel, 8/2001, S. 96.
[151] Spiegel, 42/2000, S. 126. Siehe auch Spiegel, 50/2000, S. 85.

anderen Anleger auf die entsprechende Aktie aufmerksam werden. In den anderen Beispielen ist die Voraussetzung, dass die Anleger auf die verbreiteten Informationen achten. Neben sonstigen „Experten“ spielen die Analysten hier eine besondere Rolle, was aber weiter unten ausgeführt wird.

> „Bezeichnend für den unfairen Informationsvorsprung ist die Tatsache, wie viele Insider vor dem großen Crash der Hightech-Werte im April ausgestiegen sind. Obwohl sich die Nasdaq im März noch auf Höchststand befand, stießen die Risikokapitalisten, Gründer und andere Insider, also Teilnehmer an den firmeneigenen Family&Friends-Programmen, Aktien im Wert von 22 Milliarden Dollar ab – das Doppelte des bisherigen Monatsrekords und das Fünffache des gleichen Vohrjahresmonats. (…) Ähnlich geht es auch in Deutschland zu.“[152]

Auch wenn der *Spiegel* den Informationsvorsprung am Beispiel der amerikanischen Nasdaq demonstriert, unterstreicht er dessen systematischen Charakter, der auch in Deutschland seine Geltung hat. Banken und Fonds haben aufgrund ihrer Stellung als beratende Instanzen einen Einfluss auf das Anlegerverhalten und nutzen diesen für die eigene Rechnung aus. Die Ungerechtigkeit der Marktstellung zeigt der *Spiegel* an der Wirkung auf. Während die Kleinanleger noch nachkaufen, ziehen sich die institutionellen Anleger aus dem Markt zurück. Vom Crash sind sie deshalb nicht in derselben Weise betroffen. Dieselbe Technik demonstriert der *Spiegel* auch an einzelnen Werten:

> „So lassen sich Börsenstars produzieren. Die Software-Schmiede Biodata kam zu einem Emissionspreis von 45 Euro an den Markt, der erste Börsenkurs lag bei 240 Euro. Großanleger wie der Fondsmanager Kurt Ochner bestätigen, dass sie bei dem Deal massiv nachgeordert haben. Der Haken dabei: Wenn die Holzscheite abgebrannt sind, bleibt in vielen Fällen nur Asche übrig. Das Nachsehen haben all jene Kleinanleger, die nicht rechtzeitig ausgestiegen sind, weil sie den Kursanstieg fälschlicherweise für einen echten Wertzuwachs hielten.“[153]

Institutionelle Anleger beteiligen sich am Neuen Markt mit dem Wissen darum, dass sie die Logik eines „Kettenspiels“ initiieren und mitspielen. Diese Logik enthält keine andere Substanz als das Geld des Nachfolgers, so dass der eigene Erfolg davon abhängt, früh in der Kette positioniert zu sein und entsprechend früher als andere auszusteigen. Um dies mit Erfolg durchzuführen, ist man auf ein letztes Glied angewiesen. Zu diesem Zweck wird dem letzten Glied, im Falle des Neuen Marktes die Kleinanleger, die Wahrheit des Spiels verheimlicht.

---

[152] Spiegel, 42/2000, S. 122f.
[153] Spiegel, 8/2001, S. 96.

> „Auf die Profis kann sich der Kleinanleger nur in Ausnahmefällen verlassen. Die wissen zwar viel, aber nutzen den Informationsvorsprung oftmals für eigene Zwecke."[154]

Die Praxis der Kursmanipulation hält der *Spiegel* nicht für eine Ausnahme, sondern für den Normalfall. Der Übergang zum Betrug liegt damit nahe und entsprechend desillusioniert urteilt der heutige *Spiegel*-Ressortleiter für Kultur, Matthias Matussek in der Schilderung seiner eigenen Erfahrungen als Kleinanleger: Das ganze System hat

> „(...) sich als Sache von Hütchenspielern erwiesen, die dem ‚Kleinen Mann' (also mir) einige Einstiegserfolge gestatteten, und dann ganz hastig die Einsätze räumten, weil die ersten Polizeiautos um die Ecke bogen. (…). Weltweit wurden in drei Jahren über zwölf Billionen Euro vernichtet, und das nicht etwa von Hasardeuren in irgendwelchen Gurkenrepubliken, sondern von seriösen Fondsmanagern seriöser Finanzinstitute, die sich einfach irgendwie vergriffen haben, in den USA und Europa und Japan ganz vorne weg, und in der Explosionswolke sind viele Ersparnisse verpufft (auch meine). (...) Dabei sah mein Kleinanleger-Portfolio nach damaligen Maßstäben äußerst konservativ aus."[155]

Die Spekulation auf die New Economy war weltweit, also auch in Deutschland, von unseriösen Finanzpraktiken begleitet. Der Betrug oder schwächer, das gesetzlich gestützte „abzocken", war allgegenwärtig. Der Börsenboom, der die Krise in sich trägt, verdankt sich in dieser Sicht nicht einem „allgemeinen Überschwang", sondern einem mehr oder weniger intendierten „Hütchenspiel", welches von den professionellen Instanzen initiiert und ausgenutzt wurde. Soweit das schwindende Vertrauen der kleinen Anleger für den dreijährigen Crash auf Raten am Neuen Markt als Grund angegeben wird, sind die institutionellen Anleger Verursacher der Endkrise des Wachstumssegments in Deutschland.

Der *Spiegel* widmet dem „System Ochner", das als Unterfall im Zusammenhang mit dem Thema Kursmanipulation steht, einen ausführlichem Artikel und einige kleinere.[156] Die Investitionsmethoden von Kurt Ochner, Fondsmanager der Julius Bär Kapitalanlage, werden als „umstritten" und „äußerst unfein" charakterisiert.[157] Er investiert gezielt in kleinere Werte des Neuen Marktes, deren Aktienmasse derart gering ist, dass der Fonds „Kurse in die Höhe treiben oder fallen lassen kann – je

---

[154] Spiegel, 42/2000, S. 122. Ein weiteres Beispiel anhand der Deutschen Bank und Telekom-Aktien: Spiegel, 34/2001, S. 96-100.
[155] Spiegel, 1/2003, S. 72.
[156] Spiegel, 42/2000, S. 130-136; Spiegel, 48/2000, S. 107; Spiegel, 49/2000, S. 120 und Spiegel, 8/2001, S. 96.
[157] Spiegel, 42/2000, S. 130 und S. 133.

nachdem, ob ihm ein Unternehmen am Herzen liegt oder nicht.“[158] Die Unternehmen „pilgern“ geradezu zu Kurt Ochner.

> „Wer den Fondsmanager für seine Story einnehmen kann, hat viel gewonnen. ‚Ich kümmere mich um die Unternehmen, wenn die Banken schon längst wieder abgezogen sind’, beschreibt er seinen unkonventionellen Stil.“[159]

Die Unternehmen kommen also freiwillig, weil sie sich von den Investitions- und Werbemöglichkeiten Kurt Ochners einen Vorteil für ihren Aktienwert erhoffen. Allerdings müssen die Unternehmen im Gegenzug Aktien zum Emissionspreis überlassen und erwartet wird auch, dass sie einen Teil ihrer Gelder wiederum im Julius Bär Fonds anlegen. Der Erfolg des Vorzeigeunternehmens EM.TV wird über das „System Ochner“ erklärt:

> „Ochner seinerseits besaß 1998 nach eigenen Angaben zeitweise bis zu einem Drittel der umlaufenden Aktien von EM.TV. (...) Der Free Float, der Anteil der noch im Umlauf befindlichen Aktien, war gering. Schon relativ kleine Kaufaufträge reichten aus, den EM.TV-Kurs nach oben zu treiben. (...) Mit dem inflationierten Börsenwert im Rücken gingen die beiden Haffa-Brüder auf Einkaufstour.“[160]

Das Investitionsverhalten, das in marktengen Aktienpapieren engagiert ist, wird mit dem Stichwort „Inflation“ also als unechte Wertsteigerung charakterisiert. Ebenso die Verflechtung von Fondsengagement und dem Unternehmenskapital.

> „Lange Zeit funktionierte das System Ochner nahezu perfekt. (…) Doch seit die Börse ihren Höhenflug abrupt beendete, entweicht hörbar Luft aus den Werten, die Ochner einst groß gemacht hat.“[161]

Kurt Ochner versuchte noch mit Medienauftritten gegenzusteuern.

> „Doch die Kurspflege wirkte, wenn überhaupt, nur kurzfristig, wenn überhaupt – das Umfeld war zu schlecht: Es kam am Neuen Markt zu einem regelrechten Ausverkauf.“[162]

Das Engagement in marktengen Papieren hat im Kursverfall die Konsequenz, dass Kurt Ochner keine Käufer mehr fand, obwohl auch er liquidieren musste, weil die Anleger im Fonds selber ihr Geld zurückforderten. Auch hier fehlt nicht der Hinweis, dass die Zuteilungspolitik des Julius Bär Fonds die Kleinanleger benachteiligt hat:

---

[158] Spiegel, 42/2000, S. 130.
[159] Spiegel, 42/2000, S. 130.
[160] Spiegel, 42/2000, S. 130.
[161] Spiegel, 42/2000, S. 134.
[162] Spiegel, 42/2000, S. 135.

> „Besser lief Ochners Creativ Fonds, der seit seiner Auflage im Dezember ein Plus von rund 100 Prozent machte. Allerdings profitierten davon nur wenige: Wer von Anfang an dabei sein wollte, musste eine Mindestanlage von einer Million Euro mitbringen. Ganz anders sieht die Rechnung für die Kleinanleger aus. Sie durften erst im Frühjahr in den Creativ Fonds investieren. Seither ging dessen Kurs um rund 15 Prozent zurück.“[163]

In drei Weisen haben die institutionellen Anleger an der Krise des Neuen Marktes mitgewirkt. Sie haben aufgrund von irrationalen Maßstäben spekuliert und die Börsenblase geschaffen, die sich entladen musste. Weiter haben sie mit ihren irrationalen Spekulationsverhalten anschließend für derartige Kursschwankungen gesorgt, dass eine vernünftige Spekulation unterbunden wurde. Drittens haben sie mit ihren zweifelhaften Finanzpraxen mehr oder weniger bewusst auf Kosten der Kleinanleger unechte Börsenwerte kreiert und darüber eine bloße Umverteilung von Geldern bewirkt - zu ihren Gunsten. Damit haben sie das Vertrauen der übrigen Anleger verspielt und verhindert, dass der Neue Markt sich von seinen anfänglichen Kapriolen erholen konnte. Sie haben dadurch das Ende des Projekts Wachstumsbörse verursacht.

Ein vierter Punkt wird vom *Spiegel* erst Ende 2002 eingebracht, als die weltweite und nicht mehr auf den Technologiesektor beschränkte Krise sich als Schwierigkeit bei den deutschen Banken bemerkbar machte.

> „Die Finanzriesen sind selbst schuld. Sie haben beim eigenen Drama von Anfang an die Regie übernommen. (…) Sie waren es, die grenzenlos immer neue Fonds auflegten, die vor allem ihnen selbst Provisionen bescherten.“[164]

Zunächst ist zu bemerken, dass dieses Zitat sich nicht im Besonderen auf den Neuen Markt bezieht. Das Thema Provisionen wird darüber hinaus im nächsten Kapitel behandelt. Hier soll das Augenmerk auf den Vorwurf gelegt werden, dass die Banken zu viele Fonds aufgelegt hätten. Die Banken haben sich rücksichtslos gegenüber den vorhandenen aussichtsreichen Investitionsmöglichkeiten verhalten, indem sie relativ dazu zu viele Fonds aufgelegt haben, die dann im Aktienmarkt engagiert waren.

1.3. FAZ

Wie bereits dargestellt wirft die *FAZ* auch den institutionellen Anleger eine Übertreibung nach oben und zeitweise eine Übertreibung nach unten vor. Sie lassen sich von einer euphorischen oder pessimistischen Stimmung leiten, anstatt die

[163] Spiegel, 42/2000, S. 136.
[164] Spiegel, 42/2002, S. 96.

ökonomischen Fakten zur Grundlage einer Investitionsentscheidung zu nehmen. Im Rückblick aus dem Jahr 2001 wirft die *FAZ* auch ihnen zusammen mit den Kleinanlegern Gier und Realitätsverlust vor.

Im März 2002 plädiert die *FAZ* für eine „Zweite Chance für den Neuen Markt" und stellt fest: „Schuld an diesem Desaster sind alle Beteiligten", u.a. auch die Fondsgesellschaften, „die ungeachtet aller Übertreibungen immer neue Technologiefonds aufgelegt haben"[165] Wie der *Spiegel* wirft die *FAZ* den Fondsgesellschaften vor, sich rücksichtslos gegenüber dem Investitionsangebot am Neuen Markt verhalten zu haben. Direkter als der *Spiegel* macht die *FAZ* dieses Fehlverhalten für die „Tristesse" an der Technologiebörse verantwortlich, wenn auch nicht alleine.

Das Thema „Kursmanipulation" im Zusammenhang mit Investitionen fällt im Gegensatz zum *Spiegel* sehr dürftig aus. Mitte 2000 berichtet die *FAZ* anlässlich der Halbjahresberichte der Unternehmen des Neuen Marktes von der gegenseitigen Verquickung mit Investmentfonds:

> „Die Anlage von Wachstumsunternehmen in NM-Fonds ist auch vor dem Hintergrund brisant, dass gegenseitige Abhängigkeiten bestehen. Solange die Aktien insgesamt steigen profitieren beide. Die Fonds von den Einzelwerten, die Einzelwerte von den Fonds-Anteilen. Händler berichten aber von auffälligen Kursbewegungen zum Quartalsende bei mehreren Aktien. ‚Da haben einige Fonds (…) Kurspflege betrieben, um ihr eigenes Ergebnis zu schönen. Gleichzeitig zwingen die Fonds die Unternehmen, ihre überschüssigen Finanzmittel in ihren Fonds anzulegen', heißt es am Markt."[166]

Damit die Fonds in ihrer Außendarstellung besser dastehen, richten sie ihre Investitionsentscheidungen zu bestimmten Stichtagen relativ zu den Bilanzvorschriften aus, denen sie unterliegen. Darüber berichtet die *FAZ* auch zum Jahresende, wenn Fonds sich von Verlustaktien trennen, „(…) um sich kritischen Fragen zur Zusammensetzung ihres Jahresenddepots zu entziehen (…)."[167] Sie vermeidet aber in diesem Zusammenhang direkt von Kursmanipulation zu sprechen, stattdessen wird diese Praxis als Kurspflege beschrieben. Das Thema wird nicht weiter kritisch hinterfragt, ebenso wenig der Verdacht, dass die Fonds die Aktiengesellschaften zwingen würden, Anteilsscheine zu erwerben. Erst Mitte des Jahres 2002 wird die Kursmanipulation im Zusammenhang mit Hedge-Fonds zum

[165] FAZ, 06.03.2002, S. 13.
[166] FAZ, 04.08.2000, S. 25.
[167] FAZ, 29.12.2000, S. 25. Siehe auch FAZ, 22.12.2000, S. 25.

Thema:

> „In regelmäßigen Abständen werden auch sogenannte Hedgefonds aktiv, die geringen oder gar keinen Reglementierungen in ihrer Anlagestrategie unterworfen sind und deshalb vermutete Markt-Ineffizienzen durch Leerverkäufe ausnutzen wollen. Bei der Nervosität und der geringen Liquidität am Neuen Markt reicht häufig schon eine schlechte Nachricht oder ein gezielt gestreutes Gerücht, und die betroffenen Aktienkurse setzen sich zum Teil deutlich in Bewegung. Auf diese Weise sind durchaus stattliche Gewinne zu erzielen. Standardwerte-Fonds, die einst Aktien vom Neuen Markt ihren Portfolios beimischten, seien dagegen, abgesehen von ein paar einzelnen Restpositionen, vollständig verschwunden, ist zu hören.“[168]

Nach Hörensagen bedienen sich die Hedge-Fonds ähnlicher Methoden wie die bereits im *Spiegel* dargestellten Fonds, um einen Kursgewinn zu realisieren. Der Unterschied besteht darin, dass die Hedge-Fonds die Aktien nicht vorher kaufen, sondern sich leihen. Sie verkaufen die geliehenen Aktien in der Hoffnung, dass der Kurs fällt und begleichen die Aktienschuld durch später gekaufte billigere Aktien. Dieses als „Leerverkauf“ bezeichnete Verfahren lässt sich durch gezielte Gerüchte ebenso wirkungsvoller gestalten als das auf Kursteigerungen berechnete Verfahren der herkömmlichen Fonds. Aber auch dieses Thema wird von der *FAZ* nicht weiter ausgeführt. Dass die Hedge-Fonds kaum einer Regulierung unterworfen sind, hat einen kritischen Ton, enthält aber in Bezug auf den Neuen Markt keine explizite Krisenbegründung. Im Gegenteil, die Hedge-Fonds benutzen nur ein Umfeld, das sich schon durch geringe Liquidität auszeichnet.

Das Investitionsverhalten der institutionellen Anleger ist mit seinen stimmungsgeleiteten Über- und Untertreibungen ebenso für die Krise verantwortlich, wie die Kleinanleger. Als spezifischer Fehler wird die zu zahlreiche Eröffnung von Fonds festgehalten. Die Kursmanipulation bzw. Kurspflege wird dagegen zwar knapp besprochen, aber nicht als Krisenursache ausgemacht.

1.4. Zusammenfassung der Kritik

Wie die Kleinanleger haben auch die institutionellen bzw. Großanleger über- und untertrieben. Sie haben sich ebenso von Stimmungen leiten lassen und wie die Amateure herkömmliche Maßstäbe der Börsenbewertung ignoriert. Zeitlich ist diese Kritik bei der *FAZ* und dem *Spiegel* schon zu Beginn des untersuchten Zeitraums zu finden. Sie wird fortlaufend bestätigt und auch im Rückblick nicht verändert. Die *BILD* dagegen schließt sich erst zum Ende des Jahres 2000 der Kritik an. Der

[168] FAZ, 02.05.2002, S. 29.

Vorwurf, die professionellen Anleger seien uninformiert und unerfahren fehlt freilich in Bezug auf diese Anlegergruppe in allen untersuchten Printmedien.

Eigentümlich für die institutionellen Anleger ist der Vorwurf, sie hätten die Proportionalität zwischen der Anzahl an Fonds und den Investitionsmöglichkeiten mangelhaft bestimmt. In der *BILD* ist diese Kritik nicht vorhanden, im *Spiegel* und der *FAZ* wird sie relativ spät im Jahr 2002 vorgetragen. Die Kursmanipulation ist ebenfalls den Großanlegern vorbehalten. Auch wenn die Schlagzeilen der *BILD* zum Thema Kursmanipulation skandalträchtig erscheinen, wird der in den Artikeln ausgeführte Inhalt nüchtern dargestellt. Die *FAZ* widmet sich dem Thema ebenfalls nicht ausführlich. Alleine der *Spiegel* sieht in dem vom ihm ausgemachten manipulierten Investitionsverhalten der Institutionellen einen Beitrag zur „Vertrauenskrise" des Neuen Marktes. Für den *Spiegel* ist die Kursmanipulation keine Ausnahmeerscheinung, sondern hat einen regelhaften Charakter. Chronologisch beginnt er erst mit dem zweiten Crash das Thema zu behandeln und führt es bis ins Jahr 2003 immer wieder im Zusammenhang mit der Erklärung der Krise des Neuen Marktes an. Dagegen beginnen die *BILD* und die *FAZ* schon vor dem Herbst 2000 über Kurspflege zu berichten, aber ohne eine kritische Stoßrichtung. Alleine im Jahr 2002 erwähnt die *FAZ* im Zusammenhang mit Hedge-Fonds die Kursmanipulation im engeren Sinne. Allerdings bezieht sich diese Aussage auf den damals gegenwärtigen Börsenverlauf und enthält keinen Rückblick. In ihr ist überwiegend die Abwesenheit der Anleger schon unterstellt und somit sind die Hedge-Fonds mit ihrer Praxis keine Ursache der Krise, sondern nur ein Grund, warum die Unsicherheit am Neuen Markt anhält.

2. Positives Investitionsverhalten und Relativierungen der Kritik

Analog zum Kleinanlegerkapitel werden im Folgenden Aussagen, Urteile und Erklärungen dargestellt, welche die Irrationalität und die Kursmanipulation zurücknehmen oder abschwächen. Die Reihenfolge, in der die Printmedien dargestellt werden, wird im Folgenden geändert. Die *BILD* und die *FAZ* werden nacheinander behandelt, weil sie beide zeitweise ein positives Investitionsverhalten der Großanleger im Gegensatz zu den Kleinanlegern hervorheben. Die *FAZ* wird viel Raum einnehmen, weil sie neue Gesichtspunkte für das Verhalten der Fonds einbringt, welche im Gegensatz zu ihren Kritiken an deren irrationalem Anlageverhalten stehen. Die Konkurrenz untereinander und der Druck der

Fondsanteilseigner werden als neue Gründe für die mangelhafte Spekulationspraxis der Fonds angeführt. Darüber hinaus räsoniert die *FAZ* im Zusammenhang mit den Fondsmanagern über die Möglichkeit einer geplanten, sicheren Spekulation überhaupt und zieht damit den Vergleichsmaßstab der Kritik, rationale Spekulation, in Frage. Im *Spiegel* wird ebenfalls von Zwängen berichtet, denen die Fonds unterliegen. Im Gegensatz zur *FAZ* wird sich aber zeigen, dass er damit seine Kritik an deren irrationalem Spekulationsverhalten nicht zurücknimmt.

2.1. BILD

Da die *BILD* das Investitionsverhalten der institutionellen Anleger nicht bestimmt und explizit kritisiert, fehlt auch die Relativierung der Kritik als Thema in der *BILD* fast vollständig. Im Gegenteil wird Anfang April ein Analyst zitiert, der das volatile Tagesgeschäft folgendermaßen erklärt:

> „‚Es gab heute zwei Tendenzen am Markt: Profis investierten in ausgewählte Werte, Kleinanleger aber gingen in den Markt unter dem Motto: Das wird schon wieder, es geht drei Prozent runter und dann wieder rauf.'"[169]

Während sich die professionellen Anleger nach dem Crash im März aufgrund einer Analyse neu im Markt positionieren, gehen die Kleinanleger naiv und ohne Wahl wieder in die Börse hinein. Auch die Frage der *BILD*, ob „denn alle verrückt geworden" sind angesichts der „Achterbahn an der Zukunfts-Börse" Mitte April, beantwortet der befragte Professor in eigentümlicher Weise:

> „'Nein, aber es ist sehr viel Psychologie im Spiel', sagt Professor Rüdiger Nitzsch von der TH Aachen, der sich mit dem Phänomen beschäftigt. ‚Viele Kleinanleger sind verunsichert, weil sie die Entwicklungen nicht mehr kontrollieren können.' Folge: Selbst kleinste Meldungen von Analysten oder Bankern lösen heftigste Reaktionen aus. ‚Dazu kommt, dass der Anteil der Kleinanleger immer größer wird. Und die reagieren blitzschnell auf neue Entwicklungen.'"[170]

Die *BILD* fragt zwar nach dem Geisteszustand aller Investoren, lässt sich aber nur die Psyche der Kleinanleger erläutern. Die professionellen Investoren werden also gar nicht behandelt.

Wie oben schon ausgeführt, ändert sich diese Haltung zum Ende des Jahres 2000, wenn explizit alle Börsianer als „extrem nervös" charakterisiert werden.[171]

---

[169] Heiko Bienek, Leiter Aktienanalyse bei Independent Research in: BILD, 01.04.2000, S. 2.
[170] BILD, 12.04.2000, S. 2.
[171] Professor Wolfgang Gerke in: BILD, 05.01.2001, S. 2.

2.2. FAZ

Auch die *FAZ* hebt an mehreren Stellen das Anlageverhalten der Professionellen von den Kleinanlegern ab.

> „Viele der Unternehmen, die am Neuen Markt kommen, machen Verlust. Das alleine ist aber kein Anlagekriterium. (…). Anleger, die sich (…) kein fundiertes Urteil über die Qualität einer Neuemission zutrauen, sollten bei Interesse an Neuemissionen eine Fondsanlage in Erwägung ziehen. Professionelle Fondsmanager sammeln das Kapital von vielen Investoren und streuen es auf mehrere Anlagen, die sie nach gründlicher Prüfung für aussichtsreich halten. Eine Fondsanlage ist mit weniger Risiko, allerdings auch mit niedrigeren Renditechancen verbunden als eine Direktanlage. In jedem Fall entlastet sie den Privatanleger von der Notwendigkeit, sich genauestens über die Aussichten des Wachstumsunternehmens zu informieren. Das wird – bei der Fülle der Möglichkeiten – zunehmend schwierig.“[172]

Dieser Leitartikelausschnitt stammt noch aus der Hochzeit des Neuen Marktes, vom Januar 2000. Da die Unternehmen schwierig zu bewerten sind, rät die *FAZ* den Kleinanlegern sich an Fonds zu wenden. Diesen schreibt die *FAZ* zu, dass sie ihre Werte gründlich prüfen, also eine sorgsame Investitionsstrategie verfolgen. Im Gegensatz zu anderen Artikeln, in denen sie die Kritik an den institutionellen Anlegern immer mit einer Kritik an den Kleinanlegern verbindet, weil diese zu leichtgläubig sind, rät sie hier den Anlegern, sich von einer genauen Prüfung zu entlasten. Dies ist an dieser Stelle weniger von Bedeutung, weil die *FAZ* sich damit in einen Widerspruch begibt, sondern weil man es als Ausdruck nehmen kann, welches Vertrauen die *FAZ* in die Seriosität und Sorgfaltspflicht der Fonds hat. Zum Ende des Jahres hebt die sie diesen Punkt noch einmal hervor:

> „Wer meint, dies (der Erwerb von Neuemissionen; H.K.) sei angesichts der schlechten Börsensituation nur etwas für ganz Mutige, mag Recht haben. Es sollte jedoch nicht vergessen werden, daß diejenigen, die trotz der unsicheren Marktlage ihren Börsengang durchziehen, von den institutionellen Investoren hart geprüft wurden.“[173]

Die *FAZ* rät zur Vorsicht bei der Zeichnung von Neuemissionen, weil die Börsenlage schlecht ist. Ein Engagement ist risikoreich, wenn auch nicht chancenlos, denn die institutionellen Investoren stehen als Gütesiegel dafür ein, dass ein Unternehmen Erfolgsaussichten hat. Zumindest in dieser Hinsicht kann sich ein Anleger auf die Güte des Unternehmens verlassen.

Ein späterer Artikel zum Thema Beratung über Fondsprodukte seitens der

[172] FAZ, 28.01.2000, S. 13.
[173] FAZ, 01.12.2000, S. 25.

Bankangestellten präsentiert dagegen ein anderes Bild:

> „Die Qualität der Fonds hängt (…) von Entwicklungen ab, die nicht in der Macht des Produzenten stehen. Wer ein solides Auto will, verlässt sich auf den guten Namen des Herstellers – gute Leistungen in der Vergangenheit lassen auf entsprechendes Produkt und damit auch auf Leistung in der Zukunft schließen. Dieser Schluß ist in der Fondsbranche nicht zwingend: Eine gute Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Garant für zukünftige Erfolge und nicht immer notwendigerweise das Resultat eines überlegten Managements. Es ist schwer zu sagen, ob der Fondsmanager genial, ein Glückskind oder eine Mischung aus beidem ist.“[174]

Dieses Zitat widerspricht zwar nicht der Aussage, die Fonds würden ihre Werte genau prüfen und sorgsam auswählen, aber die Wirkmächtigkeit dieser Praxis wird deutlich eingeschränkt. Ein Autoproduzent besitzt aufgrund der Einsicht in die Natur der Materialien, des Arbeitsprozesses einschließlich der Technik und der Verfügung über die Arbeitskräfte die zureichenden Mittel um ein gutes Produkt herzustellen. Trotz genauer Prüfung haben die Fondsmanager hingegen die Entwicklung ihres Produktes nicht in der Hand und stellen sich Erfolge ein, so sind diese nicht immer auf die genaue Auswahl der Werte zurückzuführen. In der Autoproduktion kommt dagegen ein leistungsfähiges Resultat in der Regel nicht ohne das oben benannte Wissen zu Stande. Was das spezifische Problem der Fondsprodukte ist, erfährt man von der *FAZ* in diesem Artikel nicht. Sie will die Ohnmacht der Fondsmanager gegenüber der Entwicklung ihrer Produkte auch nicht so verstanden haben, dass die Auswahl von Fondsprodukten seitens der Anleger ebenfalls auf einer Mischung von genialer Intuition und Glücksspiel beruhen sollte, sondern dass der Anleger sich gerade deshalb *„mehr oder weniger auf die Expertise seines Beraters verlassen muß (…).“*

Die *FAZ* rät den Anlegern bei der Aktienauswahl darauf zu achten, dass eine Großbank das entsprechende Unternehmen untersucht hat, denn nur dann werden auch die Fondsgesellschaften der Großbanken sich für den Wert interessieren. Der Grund für diesen Ratschlag liegt im Folgenden:

> „Für eine gute Kursentwicklung ist es jedoch wichtig, dass sowohl private als auch institutionelle Investoren Aktien eines Unternehmens halten. Privatanleger gelten als Stabilisatoren eines Aktienkurses; wenn um ein Unternehmen positive Gerüchte aufkommen, kaufen sie nicht sofort; wenn sich diese nicht bestätigen, wird nicht gleich verkauft. Privatanleger rühren ihre Aktien teilweise jahrelang nicht an. Institutionelle Investoren reagieren dagegen sofort auf

[174] FAZ, 16.05.2002, S. 13.

> Unternehmensnachrichten. Sie sorgen durch Käufe und Verkäufe dafür, dass Unternehmen einer ständigen Kontrolle durch den Kapitalmarkt unterliegen. Am Neuen Markt gibt es eine Reihe von Unternehmen, die nach ihrem Börsengang aus dem Blickfeld der institutionellen Investoren geraten sind und deren Aktienkurs sich kaum bewegt.“[175]

Im Unterschied zu den Kleinanlegern reagieren die institutionellen Anleger kontinuierlich, stoßen Aktien ab und kaufen neue dazu. Dem Anlageverhalten beider Gruppen, so unterschiedlich sie auch sind, schreibt die *FAZ* jeweils eine positive Funktion zu, die im Zusammenspiel eine gute Kursentwicklung hervorbringt. Die Kleinanleger stabilisieren den Aktienwert, die professionellen Anleger kontrollieren die Unternehmen, ob ihre Tätigkeit darauf ausgerichtet ist, den Aktienwert zu steigern. Fehlen die Kleinanleger, so läuft die Aktie Gefahr, durch das ständige Kaufen und Verkaufen der institutionellen Anleger so starken Schwankungen zu unterliegen, dass eine Spekulation auf sie zu risikoreich wird. Fehlen dagegen die institutionellen Anleger, so ruht die Aktie und eine Kurssteigerung ist nicht zu erwarten. Zumal das Unternehmen nicht mehr beobachtet wird, positive Nachrichten gar nicht an den Markt gelangen und gegebenenfalls, das Unternehmen seine Tätigkeit nicht mehr zuvorderst auf den Aktienmarkt abstimmt. In diesem Zusammenhang ist an das bereits zitierte Lob der Kleinanleger zu erinnern:

> „Die bislang relativ gelassene Reaktion breiter Anlegerkreise zeigt einmal mehr, dass die meisten Privaten sich nicht so schnell von dem hektischen Tagesgeschäft der Profis anstecken lassen. Auf lange Sicht hat es sich bisher gezahlt gemacht, wenn man sein Portefeuille mit ruhiger Hand gesteuert hat.“[176]

Die Kleinanleger erfüllen im kritischen Moment nach dem ersten Crash im März 2000 ihre positive Funktion. Relativ dazu charakterisiert die *FAZ* aber das Investitionsverhalten der professionellen Anleger als hektisch und schwächt damit die Charakterisierung „sorgsam“ ab. Die Hektik resultiert bei ihnen zudem nicht aus einem Fehlverhalten, sondern scheint in der Natur ihres Tagesgeschäfts zu liegen. Für die Fonds führt die *FAZ* die Begründung dafür in mehreren Artikeln aus.

> „Da immer mehr Investoren ihr Geld in Investmentfonds anlegen, die Vermögensverwalter im scharfen Wettbewerb stehen und an ihrer Performance gemessen werden, so daß sie selbst einen kleinen Kursaufschwung nicht verpassen dürfen, die Fonds dieselben Techniken der Geldanlage anwenden und insgesamt zunehmend gleichgerichtet investieren, müssen die Anleger mit dauerhaft größeren Kursschwankungen an der Börse leben. Vorübergehend mögen der Herdentrieb und die Massenpsychologie das Börsengeschehen

[175] FAZ, 24.03.2000, S. 27. Siehe auch Elmar Thöne, DG Bank in: FAZ, 03.03.2000, S. 25.
[176] FAZ, 17.04.2000, S. 33.

dominieren, auf mittlere Sicht und darüber hinaus bestimmen reale Wirtschaftsdaten die Kursentwicklung.“[177]

Bereits nach dem ersten Crash im März 2000 lässt sich die *FAZ* in einem Gespräch mit einem Bankier darlegen, dass das Investitionsverhalten der Fonds durch den Druck der Anleger im Fonds bestimmt ist.[178] In mehreren ausgewiesenen „Parkettgespräche“ mit professionellen Börsenakteuren ist im Jahr 2001 dieser „Druck“ immer wieder eine Erklärung für das Investitionsverhalten der Fonds.[179] Die *FAZ* teilt in diesem Zeitraum die Erklärung aber auch in eigenständigen Artikeln ohne eine Distanz durch den Hinweis auf Experten auszuweisen.[180]

Der Druck auf die Fonds hat mehrere Seiten. Einerseits besteht er in der zunehmenden Masse von Barmitteln, die den Fonds zufließt, weil immer mehr Anleger ihr Geld in dieser Form anlegen. Zum zweiten in der Gefahr, dass die Mittel dem Fonds entzogen werden, wenn dieser sich unterdurchschnittlich entwickeln sollte. In einigen Artikeln wird in dieser Hinsicht berichtet, dass die Fonds Aktien liquidieren müssen, weil Anleger ihre Fondsanteile realisieren wollen. Die Wirkung ist dann ein verstärkter Abwärtstrend der Kurse.[181] Sowohl die potentiellen als auch die schon vorhandenen Kunden setzen die Fonds unter Druck auf ihre Performance zu achten. Weiter wird von der *FAZ* der scharfe Wettbewerb angeführt, der die Fonds zu einem bestimmten Investitionsverhalten nötigt. Auch scheinen sich die Fonds in ihren Anlagetechniken nicht zu unterscheiden, so dass die *FAZ* aufgrund all dieser Momente eine rationale Erklärung für die Stichworte „Herdentrieb“ und „Massenpsychologie“ präsentiert. Nicht die Stimmung oder Euphorie der Fondmanager ist der Grund für ihr gleichgerichtetes und übertriebenes Investitionsverhalten, sondern der Anlagedruck, der ihnen von ihresgleichen und den privaten Anlegern bereitet wird.[182]

Der Druck auf die Fonds führt dazu, dass sie keine Entscheidungsfreiheit haben, einen Kursaufschwung nicht mitzumachen, auch wenn sie der Meinung sind, dieser

---

[177] FAZ, 04.12.2000, S. 35.
[178] Parkettgespräch mit Alfred Möckel, BHF-Bank, in: FAZ, 17.03.2000, S. 25.
[179] Parkettgespräch mit Frank Rothauge, Sal. Oppenheim, in: FAZ, 06.04.2001, S. 25; Ein „Chefökonom einer Investmentbank wird zitiert, in: FAZ, 21.05.2001, S. 33; Parkettgespräch mit Günter Dielmann, Gebser & Partner AG, in: FAZ, 29.06.2001, S. 25; „Viele Marktbeobachter“ werden zitiert, in: FAZ, 27.11.2001, S. 29 und Parkettgespräch mit Sascha Hirsch, Deutscher Investment-Trust, in: FAZ, 30.11.2001.
[180] FAZ, 04.12.2000, S. 35 und FAZ, 10.11.2001, S. 11.
[181] FAZ, 06.04.2000, S. 25; FAZ, 27.06.2001, S. 27 und FAZ, 02.05.2002, S. 29.
[182] Siehe auch: Parkettgespräch mit Günter Dielmann, Gebser & Partner AG, in: FAZ, 29.06.2001, S. 25 und FAZ, 10.11.2001, S. 11.

sei nicht dauerhaft.

> „Privatanleger mit Zeit und Geduld sind hier in seinen (Alfred Möckel, BHF-Bank; H.K.) Augen im Vorteil gegenüber Fondsmanagern, denen nichts anderes übrig bleibe, als der aktuellen Begeisterung für die Werte aus Technologie, Medien und Telekommunikation nachzulaufen, weil sie über die Wertentwicklung ihrer Portefeuilles quartalsweise Bericht erstatten müssen und ihnen Anlagemittel entzogen werden, wenn sie einen kurzfristigen Aktienmarkttrend verpassten, also derzeit nicht in diesen Werten investiert seien. Dieser Mittelentzug zwinge sie zusätzlich zu Verkäufen aus ihrem falsch positionierten Portfolio."[183]

Möckel verweist in seinen Ausführungen über den Neuen Markt auf den M-Dax, in dem sich seiner Meinung nach vergleichsweise gute Alternativen zu den Werten am Neuen Markt befinden. Privatanleger haben für ihn eine Position der Ruhe und könnten in dieses Segment wechseln, während er den Fonds diese Entscheidungsfreiheit nicht bescheinigt. Sie müssen sich aufgrund des Anlegerdrucks sogar explizit falsch positionieren. Über dieses Dilemma äußert sich auch offen der Fondsmanager Sascha Hirsch selbst:

> „Die deutlichen Kursgewinne der vergangenen Wochen, die teils an die Anfangstage des Neuen Marktes erinnern, seien fundamental durch nichts gerechtfertigt. (…) Doch auch Hirsch muß dem Urteil des Gesamtmarktes in Form steigender Kurse Tribut zollen – er ist in seinen Neue-Märkte-Fonds mittlerweile voll investiert."[184]

Hirsch hält den Kursanstieg am Neuen Markt Ende 2001 für nicht gerechtfertigt und ist zugleich voll engagiert, weil er wegen den Fondsanlegern nicht anders kann. Mit diesen Aussagen zum Druck, denen die Fonds ausgesetzt sind, lassen sich drei offene Fragen stellen:

Erstens: Einerseits kritisiert die *FAZ* das Investitionsverhalten der institutionellen Anleger als stimmungsgeleitet, über- und untertrieben. In der Kritik ist unterstellt, dass sich die Fonds anders entscheiden könnten, die mangelhafte Investitionspraxis ihren Grund also in einer falschen Einschätzung der Fondsmanager hat. Wenn das Fehlverhalten der institutionellen Anleger aber in dem Druck, der ihnen begegnet, begründet wird, dann wird die obige Kritik zurückgenommen. In einem späten rückblickenden Artikel zum Neuen Markt, stellt die *FAZ* diese Aussagen selber gegeneinander, ohne die Frage zu entscheiden:

> „Erstaunlicherweise konnte ein gelungenes Aktienmarketing auch die großen Fondsgesellschaften beeindrucken. Oder auch nicht: Sie wehren sich heute mit

[183] Parkettgespräch mit Alfred Möckel, BHF-Bank, in: FAZ, 17.03.2000, S. 25.
[184] Parkettgespräch mit Sascha Hirsch, Deutscher Investment-Trust, in: FAZ, 30.11.2001, S. 31.

> dem Argument, die Kunden hätten geradezu süchtig nach exotischen Internet- oder Medien-Fonds verlangt.“[185]

Zweitens: Einerseits wirft die *FAZ* den Institutionen vor, zu viele Technologiefonds aufgelegt zu haben, anderseits macht sie vorstellig, dass die Fonds gar nicht anders konnten, als der Technologiebegeisterung der Anleger zu folgen.

Drittens sind mit dem dargestellten getriebenen Investitionsverhalten aber auch die positiven Aussagen über die Fonds in Frage gestellt. Sind die Fonds in ihrem Investitionsverhalten sorgsam, gründlich und analytisch fundiert oder sind sie Getriebene ihrer eigenen Konkurrenz und der Ansprüche der Fondsanteilsinhaber?

Die widersprüchlichen Aussagen sind in der Zeit verteilt und verweisen so auf mehrere Argumentationswechsel innerhalb der *FAZ*-Krisenerklärung hin.

Kurz sei daran erinnert, dass der Niedergang des Neuen Marktes mit dem ersten Crash im März 2000 eingeleitet wurde. Die Kurse stiegen danach nicht wieder an, wie in den Jahren 1998 und 1999 geschehen. Mit negativer Tendenz folgte eine Seitwärtsbewegung, bis im Herbst 2000 der nächste deutliche Einbruch folgte. Bis in das dritte Quartal 2001 gaben die Werte des Neuen Marktes von kurzen Ausschlägen nach oben abgesehen immer wieder deutlich nach. Anschließend folgte wiederum eine Seitwärtsbewegung mit negativer Tendenz, geprägt von geringen Umsätzen.

Die positiven Aussagen der FAZ über den sorgfältigen Charakter der Fonds fallen in den Januar, in die zweite Hälfte des März und in den Anfang des Dezembers 2000. Das erste Urteil fällt in einen Zeitraum, in dem die *FAZ* noch keine explizite Kritik am Investitionsverhalten vorträgt. Das zweite Urteil wird nach dem ersten Crash vorgetragen, allerdings im Zusammenhang mit einem Ratschlag, der eine Mindestanforderung formuliert: Damit sich ein Aktienwert gut entwickeln kann, sollten Fonds darin engagiert sein, weil nur dadurch die Unternehmen einer Kontrolle unterliegen würden. Diese Mindestanforderung ist aber nicht gleichbedeutend mit einem generellen positiven Urteil über das tatsächliche Fondsverhalten. Die dritte Aussage kommt einen Monat nach dem zweiten Crash im Herbst 2000 und der aufmunternde Charakter der Aussage ist offensichtlich. Nachdem alle Anleger schon desillusioniert sind, lohnt sich bei Neuemissionen vielleicht gerade jetzt ein Engagement für die Kleinanleger, weil die neuen Unternehmen unter dem Eindruck der vielen Misserfolge von den institutionellen

[185] FAZ, 12.12.2001, S. 13.

Anlegern besonders hart geprüft werden würden.

Die Kritiken der *FAZ* an dem stimmungsgeleiteten Engagement aller Anleger beginnen erst im April 2000 und bleiben in dem Jahr die Hauptkritik. Sie über– und untertreiben und ignorieren vernünftige Bewertungsmaßstäbe. In der Mitte des Jahres 2001 wird nochmals die Übertreibung im negativen Sinne kritisiert.

Die Argumentation über den Druck auf die Fonds, sei es durch ihresgleichen, sei es durch die Anleger, beginnt nach der letzten Aussage über das positive Verhaltern der institutionellen Anleger im Dezember 2000 und hält bis November 2001 an. Zeitlich lösen sie also die positive Berichterstattung ab.

Das Urteil, dass alle Beteiligten schuld an der Krise des Marktes sind, findet sich erstmals im Juni 2001. In diesem Zusammenhang werden die Fonds erst im Dezember 2001 und nochmals im März 2002 explizit erwähnt. Der Hinweis auf den Druck, dem die Fonds ausgesetzt sind, wird abgelöst von direkten Kritiken an den Fonds. Die Aufklärung der *FAZ* über die Ohnmacht der Fondsmanager gegenüber der Entwicklung ihres Produktes ist noch später angesiedelt, in einer Zeit, in der die Kritik am Investitionsverhalten der institutionellen Anleger keinen Raum mehr einnimmt.

2.3. Spiegel

Der *Spiegel* geht offensichtlich noch am schärfsten mit dem institutionellen Investitionsverhalten ins Gericht. Entsprechend finden sich wenig bis keine Relativierungen der Kritik. Auch positives Verhalten wird im Gegensatz zur *BILD* und *FAZ* nicht vorstellig gemacht. Relativ zur *FAZ*, die dem Druck auf die Fonds in der Erklärung des Investitionsverhalten einige Bedeutung beimisst, lässt sich für den *Spiegel* ein ähnlicher Punkt anführen: Abhängigkeitsverhältnisse der Fonds gegenüber den Emissionsbanken.

> „Auch hier bewährt sich, dass allein die Banken über die Zuteilung der Aktien befinden. Wenn bei Börsengängen die Nachfrage das Angebot übersteigt, die Aktie also deutlich überzeichnet ist, müssen sich Großinvestoren öfters verpflichten, zu höheren Kursen nachzukaufen. Nur wer entsprechend ordert, kann sich für eine größere Zuteilung beim Börsengang qualifizieren. ‚Einer pumpt Sauerstoff hinein, ein anderer wirft Stroh ins Feuer, ein Dritter legt Holzscheite nach', beschreibt ein Investmentbanker das Prinzip."[186]

Diese Aussage findet sich in einem Artikel, dessen Thema die Kritik an den Banken

[186] Spiegel, 8/2001, S. 96.

ist und deren besondere Machtposition im Börsengeschäft darstellt. Die ungewöhnlichen Kurssteigerungen gerade am Anfang der Aktienemission resultieren dabei nicht einfach aus einem unabhängigen Angebot und einer unabhängigen Nachfrage, sondern darüber hinaus aus einer Verpflichtung der Großinvestoren gegenüber den Emissionsbanken auch später nachzukaufen. Die Banken beziehen sich auf das vorhandene Interesse der Investoren möglichst viele Aktien schon zu Beginn der Emission zu erwerben und stellen für die Erfüllung eine äußerliche Bedingung: Später noch zu höheren Preisen nachkaufen. Die Großanleger gehen auf diese Konditionen der Emissionsbanken ein, nicht weil sie den Nachkauf der Aktien für ein aussichtsreiches Engagement halten, sondern als Bedingung für die Zuteilung der wirklich attraktiven Aktien zum Zeitpunkt der Emission. Damit wird die Kritik an der Übertreibung der Investoren nicht zurückgenommen, sondern ein zusätzliches Moment der Verstärkung angegeben, das nicht allein auf die Investoren zurückzuführen ist, sondern im Druck der Emissionsbanken zu verorten ist.

2.4. Zusammenfassung der relativierenden Aussagen

Die Relativierung vorgebrachter Kritiken, die Darstellung von Zwängen, denen die institutionellen Anleger unterliegen oder positive Urteile über die Gruppe, fallen in den drei Printmedien auseinander. In diesen Hinsichten lassen sich keine Gemeinsamkeiten bei allen untersuchten Medien festhalten.

Weder dem irrationalen noch dem manipulativen Investitionsverhalten stellt der *Spiegel* positive Urteile entgegen. In der *BILD* ist dies nach dem ersten Crash einmal als Zitat vorhanden. Die *FAZ* dagegen charakterisiert die Fonds im Jahr 2000 durchgängig immer wieder als sorgsam und gründlich in ihren Anlageentscheidungen. Dies steht inhaltlich im Gegensatz zu den auch von der *FAZ* vorgebrachten Kritiken einer stimmungsgeleiteten Investitionsstrategie. Zudem betont die *FAZ* in einem Artikel, dass die wohlüberlegten Investitionen der Fondsmanager nur in einem geringen Grade für einen Erfolg derselben bürgen.

Die ausführliche und im Jahr 2001 durchgängige Darstellung des Drucks, dem die Fonds ausgesetzt sind, wirft innerhalb der *FAZ* weitere Fragen auf: Geht die irrationale Spekulation auf das Fehlverhalten der Fonds zurück oder aber auf die Anleger, welche die Fonds zum falschen Investment nötigten? Und wie verhalten sich die Ratschläge an die Anleger, sich vertrauensvoll an die Fonds zu wenden, wenn gerade diese Entscheidung die Fonds zu einer falschen Positionierung nötigt?

Ist dann der Vorwurf an die Fonds, sie haben zu viele Technologiefonds aufgelegt, noch haltbar? Zeitlich lassen sich die Widersprüche als Argumentationswechsel der *FAZ* auflösen. In der folgenden Diskussion der Inhalte wird auf den Gehalt des Wechsels und damit auf die offenen Fragen näher eingegangen.

3. Analyse: Investitionsverhalten der Großanleger als Ursache der Krise?

Drei Kritikpunkte an den institutionellen Anlegern wurden bereits im vorherigen Kapitel zu den Kleinanlegern diskutiert: Die Gier der Anleger, die stimmungsgeleitete Spekulation und die Ignoranz gegenüber bisher üblichen Bewertungsmaßstäben. Die dort festgehaltenen Widersprüche und offenen Fragen gelten auch für die Kritiken an den institutionellen Anlegern. Nur relativ zu den neuen Kritikpunkten werden sie im Folgenden noch mal aufgenommen.

a) Der *Spiegel* und die *FAZ* tragen im Rückblick die Kritik vor, die Fondsgesellschaften hätten zu viele Fonds aufgelegt. Beide Printmedien führen diese Kritik nicht aus, sondern sie erschöpft sich jeweils in einem Urteil. Der *Spiegel* sagt, die Banken sind an der allgemeinen Börsenkrise selbst Schuld, weil sie sich von ihrer Sucht nach Provisionen haben leiten lassen. Die *FAZ* kritisiert die Ignoranz gegenüber der Übertreibung und schreibt den Banken eine Mitschuld an der Krise des Neuen Marktes zu.

Das Urteil des *Spiegels* ist ein Unterfall der bereits im Kleinanlegerkapitel ausgeführten Kritik der irrationalen Spekulation aus Gründen der Gier. Die hier beklagte „Sucht“ ist inhaltlich identisch mit dem Vorwurf der „Gier“. Das Fehlverhalten wird in einer Kraft begründet, die in den Akteuren waltet. Dabei soll die Kraft ihre Äußerung, hier die übertriebene Auflage von Fonds, begründen und zugleich ist der einzige Beweis für die Kraft die zu begründende Äußerung. Mit der „Sucht“ ist wie mit der „Gier“ nur die Idee vorstellig gemacht, dass die Akteure in ihrem Gewinnstreben so befangen waren, dass sie darüber die Bedingungen des Gewinnstrebens ignoriert oder vergessen haben. Hier schließt die Kritik der *FAZ* direkt an, wenn sie nicht von Sucht oder Gier spricht, sondern gleich von der Ignoranz gegenüber den Übertreibungen spricht.

Ihr Kriterium für die Maßlosigkeit ist nicht in dem Zweck der institutionellen Anleger selbst begründet, sondern in seinen Bedingungen: Der Wille, am Neuen

Markt Geld zu verdienen, hat Konsequenzen angenommen, welche die Grundlagen des Geldverdienens selber in Frage stellen. Den Konkurrenzsubjekten wird vorgeworfen, in ihrem gegensätzlichen Zweck den gesellschaftlichen Reichtum für sich *gegen* die anderen zu privatisieren, nicht auf ihre *gemeinsamen* Grundlagen geachtet zu haben.

b) Auch für die institutionellen Anleger gilt: Die Ursache der Krise liegt in einem Fehlverhalten, dem ein rationales Verhalten teils implizit, teils explizit gegenübergestellt wird. Eine rationale Spekulation hätte nicht zu der Blase geführt, die platzen musste und hätte auch nicht für die andauernde Unsicherheit am Neuen Markt geführt, die schließlich im Desinteresse der Akteure mündete. Dies wird in denjenigen Aussagen der *BILD* und der *FAZ* bestätigt, welche den professionellen Anlegern zeitweise eine seriöse Anlagepraxis bescheinigen. Ihre Investitionen beruhen auf einer gründlichen Überprüfung des Aktienwertes und dem ihm zugrunde liegenden Geschäft. Ihre Anlagepraxis orientiert sich im Gegensatz zum wahllosen und stimmungsgeleiteten Engagement an dem Ziel einer geplanten Spekulation.

In der *FAZ* wird dieses Ziel in einem Artikel als unrealistisch dargestellt, auch wenn das spezifische Problem der Fondsinvestitionen nicht erklärt, sondern mit einem Vergleich nur plausibel gemacht wird. Die Natur der Aktienwerte bzw. deren Entwicklung entzieht sich einer vernünftigen Untersuchung, welche den Erfolg der Spekulation sicherstellt. Die Spekulation ist also notwendig mit Unsicherheit verbunden und das Ziel, einer geplanten und deshalb sicheren Spekulation, ein Widerspruch. Das letztere Urteil ist aber nur implizit in dem Artikel enthalten, der Schluss der *FAZ* aus der Unsicherheit ist dagegen die Aufforderung an die Anleger, sich an gute Berater zu wenden. Warum diese in der Einschätzung von Fondsprodukten weniger auf Genialität und Glück angewiesen sind als die Fondsmanager selbst, bleibt dabei das Geheimnis der *FAZ*.

Bezogen auf das Investitionsverhalten der Börsenakteure wird im *Spiegel* und in der *BILD* der Erfolg einer gründlich durchdachten Investition nicht in Frage gestellt. Allerdings hat auch der Artikel in der *FAZ*, in dem die abweichenden Urteile über die Sicherheit der Spekulation zu finden sind, das Investitionsverhalten der Fonds nur als ein Unterthema. Der zentrale Gegenstand sind die Berater der Banken, welche Fondsprodukte verkaufen und nur um die Schwierigkeiten der Beratertätigkeit zu

unterstreichen, führt die *FAZ* die vagen Erfolgsaussichten der Fondsmanager an. Auf diese Besonderheit wird hier deshalb hingewiesen, weil sich auch in den folgenden Kapiteln zeigen wird, dass einige Aussagen, die im deutlichen Gegensatz zu den vorherrschenden Erklärungen der Krise des Neuen Marktes stehen, sich in Artikeln finden, die einen davon getrennten Gegenstand haben.

Die Frage nach dem Spannungsverhältnis von rationaler Anlage und notwendiger Unsicherheit der Spekulation soll hier zunächst nur als offene Frage festgehalten werden. Sie wird in dem Kapitel über die Analysten wieder aufgenommen.

In dem Artikel der *FAZ* wird implizit eine weitere Vorstellung kritisiert. Explizit wird in dem Artikel ausgesagt, dass der Erfolg eines Fonds nicht seinen Grund in einer durchdachten Auswahl der Fondswerte haben muss. Implizit ist damit auch die Umkehrung angesprochen: Der Misserfolg eines Fonds muss nicht seinen Grund in der mangelhaften Analyse der Aktienwerte haben. Der Erfolg oder Misserfolg der Fondsinvestitionen ist demnach kein Beweis für mangelhaftes Anlegerverhalten. Diese Aussage ist von Interesse, weil die Kritik an den einzelnen Akteursgruppen häufig erst unter dem Eindruck eines besonders starken Börseneinbruchs in den Printmedien erscheint.

c) Mit der Darlegung des Drucks von verschiedener Seite auf die Fonds haben sich hinsichtlich der *FAZ* einige offene Fragen ergeben. Die kritisierten Fehlinvestitionen und die mangelnde Sorgfalt im Fondsengagement werden über Sachzwänge erklärt, die ihnen andere Börsenakteure mit ihrem Handeln bereiten. Die Konkurrenzfonds lassen dem einzelnen Fonds für eine überlegte Investitionsstrategie kaum einen Spielraum. Dies gilt umso mehr, als die Anleger im Fonds mit ihren Ansprüchen diese Konkurrenz verstärken.

Zunächst ist die Aussage, dass die Fonds wegen der Konkurrenz der anderen Fonds zunehmend gleichgerichtet investieren und sich dabei sogar falsch positionieren müssen, ein Abweis an das Urteil, die Fondsmanager würden versagen. Ihr Investitionsverhalten ist für sich nicht fehlerhaft, sondern folgerichtig. Alleine die Wirkung ist aufgrund der äußerlichen Umstände, die Konkurrenz der anderen Fonds, mangelhaft.

Dieses Urteil gilt aber für das Investitionsverhalten aller Fonds gleichermaßen und es stellt sich die Frage, woher der Druck der Konkurrenz herrührt. Zu Ende

gedacht erweist sich die Begründung der mangelhaften Investitionsentscheidungen aus der Konkurrenz als eine Tautologie. Der eine Fonds muss Fehlentscheidungen treffen wegen der Entscheidungen anderer Fonds. Derselbe Fonds ist aber Teil der Entscheidungen, welche den anderen Fonds Probleme bereiten.

In der Begründung der Investitionsentscheidungen durch die Konkurrenz wird negiert, dass der Zweck der Fonds, zahlungskräftige Nachfrage auf sich zu ziehen, die Konkurrenz gegen andere als Prinzip enthält.[187] Die Konkurrenz firmiert in dieser Argumentation als getrennt von den Fondszwecken existierendes Prinzip und ist in dieser Hinsicht ein Stück schlechte Metaphysik. Es wird die Idee vorstellig gemacht, dass ein Fonds ohne Konkurrenz eine sinnvolle Anlagepraxis vollziehen könnte. Damit wird der Zweck der Fonds gegen seine notwendige Konsequenz, die Konkurrenz, als gutes Prinzip besprochen und die schlechte Wirklichkeit vom Fondszweck getrennt.

Neben dem Druck der Konkurrenten macht die *FAZ* den Druck der Anleger auf die Fonds geltend. Auch hier gilt, dass die Fondsmanager zwar gemessen an einer rationalen Spekulation falsche Entscheidungen treffen, dies aber nicht an ihnen liegt, sondern am äußeren Zwang. Sie verhalten sich also folgerichtig. Der Grund für ihre mangelhaften Investitionsentscheidungen liegt nicht in den Überlegungen der Fonds bzw. Fondsmanager, sondern in den Ansprüchen der schon vorhandenen oder potentiellen Kunden.

Der Druck der Anleger enthält auf deren Seite unterschiedliche Bestimmungen. Wenn die Anleger die Fonds an deren kurzfristigen Performance messen, sich daher gegen eine Investition in einem bestimmten Fonds entscheiden oder einen schon bestehenden Fondsanteil auflösen, dann verhalten sie sich gleichgültig gegenüber den Gründen eines zeitweiligen Erfolges oder Misserfolges der Fonds. Sie messen die Fonds unmittelbar an der Performance und interessieren sich nicht für die längerfristigen Gründe, welche die Fonds für eine zeitweise unterdurchschnittliche Performance gelten machen könnten. Anders stellt sich das Interesse der Anleger dar, wenn die Fonds aufgrund der Anlegerbegeisterung in Technologiewerten engagiert sein müssen, obwohl sie andere Werte für erfolgsversprechender halten. Hier treten

[187] „Was in der Natur des Kapitals liegt, wird nur reell herausgesetzt, als äußere Notwendigkeit; durch die Konkurrenz, die weiter nichts ist, als daß die vielen Kapitalien die immanenten Bestimmungen des Kapitals einander aufzwingen und sich selbst aufzwingen.“ Karl Marx, Grundrisse der Kritik der politischen Ökonomie – Rohentwurf 1857-1885. Herausgegeben vom Marx-Engels-Lenin-Institut Moskau, im Nachdruck Berlin 1953, S. 545.

die Anleger mit einem vorher schon beschlossenen Kriterium an die Fonds heran anstatt sich von den Fondsberatern eine vernünftige Investitionsstrategie erklären zu lassen. Sie messen die Fonds nicht an der Performance, sondern an ihrem Engagement in bestimmte Werte.

Der Zweck der Fonds, über Gebühreneinnahmen einen Gewinn zu erzielen, ist in allen Varianten der Argumentationen über den Anlegerdruck als Selbstverständlichkeit unterstellt und wird nicht zum Thema gemacht. Dass die Fondsberater ihre technologiebegeisterten potentiellen Kunden zunächst wieder nach Hause schicken sollten, um sie später mittels eines langfristigen Erfolges in anderen Werten zu umwerben, kommt als Möglichkeit nicht in Betracht.[188] Als Selbstverständlichkeit ist also nicht nur der Gewinn der Fonds unterstellt, sondern der jederzeit möglichst höchste Gewinn. Jeder potentielle Kunde muss mit allen Mitteln, und sei es durch eine falsche Positionierung, gewonnen werden.

Dafür versuchen die Fonds sich wechselseitig die Kunden abzuwerben, indem sie mit ihrer Performance Werbung machen. Das Angebot an die Kunden, ihnen durch geschickte Anlagetechnik und –auswahl einen hohen Geldzuwachs pro Zeit zu verschaffen, ist der Gebrauchswert, für den die Kunden dem Fonds eine Gebühr zu entrichten haben. Das Verhalten der Kunden, die Fonds jederzeit an dem Maß „Wertzuwachs pro Zeit“ zu messen, ist also überhaupt nicht unterschieden von dem Gebrauchswert, mit dem die Fonds um Kunden werben.

Weiter ist in der Argumentation über den Zwang der Fonds, der Begeisterung der Kunden für bestimmte Werte Folge zu leisten, auch wenn die Fondsmanager gegenteilige Erwartungen haben, unterstellt, dass die Kunden eine wahrscheinliche negative Fondsentwicklung eher verzeihen, als eine verpasste Wertsteigerungsgelegenheit. Komplementär zu der Gleichgültigkeit der Anleger gegenüber den Hintergründen der Fondsentscheidungen stellen sich die Fonds also gleichgültig zu dem Interesse der Kunden, dauerhaft einen möglichst hohen Wertzuwachs zu erzielen.

Analog zu dem Druck der Konkurrenz untereinander ist also festzuhalten: Mit dem Anlegerdruck wird die Idee vorstellig gemacht, dass die Fonds ohne die Ansprüche der Kunden eine sinnvolle Anlagepraxis vollziehen könnten. Damit wird

[188] Eine Alternative, welche die FAZ in einem späten Artikel vom 13.09.2003, S. 11, der sich nicht direkt auf den Neuen Markt bezieht, durchaus den Banken vorschlägt. Dies wird im übernächsten Kapitel Thema werden, wenn es um die Beratung der Banken geht.

der Zweck der Fonds gegen seine notwendigen Konsequenzen als gutes Prinzip besprochen und die schlechte Wirklichkeit vom Fondszweck getrennt.

In allen Varianten, den Druck als Grund für die mangelhafte Investitionspraxis der Fonds anzugeben, wird das Investitionsverhalten der Fonds angesichts der schlechten Resultate als eigentlich rational herausgestellt. Der entschuldigende Charakter dieser Argumentation wird von der *FAZ* selbst im letzten Artikel zu dem Thema explizit gemacht. Wegen der Länge des Kapitels sei hier die Aussage noch mal erwähnt:

> „Erstaunlicherweise konnte ein gelungenes Aktienmarketing auch die großen Fondsgesellschaften beeindrucken. Oder auch nicht: Sie wehren sich heute mit dem Argument, die Kunden hätten geradezu süchtig nach exotischen Internet- oder Medien-Fonds verlangt.“[189]

In dem Zitat ist die offene Frage, ob die Fondsgesellschaften versagt haben oder aber wegen der Anleger nicht anders konnten. Dem Inhalt nach geht die Sachzwangargumentation aber nicht nur in der Entschuldigung der Fondsmanager auf. In der Analyse wurde deutlich, dass die Institution Fonds mit ihren positiven Zwecken von den schädlichen Resultaten für den Neuen Markt und die Anleger getrennt und geehrt wird. Auf dem Wege der Unterstellung geht die *FAZ* der Frage aus dem Weg, ob das krisenfördernde Verhalten der Fonds in ihren *normalen* Geschäftspraxen seinen Grund haben könnte, also nicht erst im abweichenden *Fehl*verhalten.

Auch wenn der *Spiegel* einmal den Druck der Emissionsbanken auf die Großinvestoren erwähnt, unterscheidet sich die entsprechende Argumentation von der der *FAZ*. Der *Spiegel* beschreibt die Praxis der Emissionsbanken, die Investoren schon bei Emissionsbeginn auf spätere Nachkäufe zu verpflichten. Zugleich benennt der *Spiegel* explizit den Zweck der Großinvestoren, warum sie sich auf diese Verpflichtung einlassen: Sie wollen sich für eine möglichst große Zuteilung bei Emissionsbeginn qualifizieren. Für die großen Margen, die bei gelungener Zuteilung der Aktien am Neuen Markt zu erwarten sind, sind die Großinvestoren bereit, sich auf spätere nicht so rentable Nachkäufe zu verpflichten.

d) Der *Spiegel*, die *FAZ* und die *BILD* kritisieren die Kleinanleger für ihr kurzfristiges Aktienengagement. Alle untersuchten Printmedien halten dagegen das

[189] FAZ, 12.12.2001, S. 13.

langfristige Engagement als positives, rationales Verhalten hoch. Während der *Spiegel* den professionellen Anlegern am Neuen Markt dieselbe Kritik entgegenhält und die *BILD* sich dazu nicht äußert, hebt die *FAZ* den positiven Effekt des professionellen, kurzfristigen Engagements hervor.

> „Für eine gute Kursentwicklung ist es jedoch wichtig, dass sowohl private als auch institutionelle Investoren Aktien eines Unternehmens halten. Privatanleger gelten als Stabilisatoren eines Aktienkurses; wenn um ein Unternehmen positive Gerüchte aufkommen, kaufen sie nicht sofort; wenn sich diese nicht bestätigen, wird nicht gleich verkauft. Privatanleger rühren ihre Aktien teilweise jahrelang nicht an. Institutionelle Investoren reagieren dagegen sofort auf Unternehmensnachrichten. Sie sorgen durch Käufe und Verkäufe dafür, dass Unternehmen einer ständigen Kontrolle durch den Kapitalmarkt unterliegen. Am Neuen Markt gibt es eine Reihe von Unternehmen, die nach ihrem Börsengang aus dem Blickfeld der institutionellen Investoren geraten sind und deren Aktienkurs sich kaum bewegt.“[190]

Die *FAZ* macht ein Idealbild der Börse vorstellig, in dem Kleinanlegern und den professionellen Anlegern unterschiedene Rollen zugewiesen werden. Relativ zu diesem Idealbild wird das Spekulationsverhalten der Kleinanleger als irrational beurteilt. Anstatt zu investieren und ruhig abzuwarten damit die Börsenkurse stabilisiert werden, benehmen sie sich wie die professionellen Anleger. Sie gehen in die Aktien ständig rein und wieder raus.

Man könnte einwenden, dass die Kleinanleger sich nur an den Börsenkursen orientiert haben, während die professionellen Anleger ihr Engagement auf einer sorgfältigen Beobachtung der Firmen gründen. Diese Vorstellung wird allerdings von der *FAZ* an anderer Stelle dementiert. Fonds müssen laut *FAZ* immer schnell reagieren, weil sie wegen des Drucks der Fondssparer dauerhaft eine überdurchschnittliche Rendite ausweisen müssen. Hinsichtlich der Fonds herrscht Verständnis für dauerhaft kurzfristiges Engagement vor. Der Tatsache, dass die Kleinanleger auf ihr investiertes Geld angewiesen sind, sei es als Rente oder sonstige Rücklagen, sie also ebenfalls Grund haben nicht ruhig zu bleiben, wenn die Kurse fallen, wird dagegen mit Unverständnis begegnet.

Aus der Gegenüberstellung und Analyse der Aussagen der Printmedien lässt sich zumindest für die *FAZ* folgendes Fazit ziehen: Sie begrüßt die neue deutsche Aktienkultur, in der die Kleinanleger ihr Sparbuch zu Gunsten eines Engagements an der Börse, hier dem Neuen Markt, aufgeben. In der Masse stellen sie den Aktiengesellschaften Finanzmittel zur Verfügung und in der Masse stabilisieren sie

[190] FAZ, 24.03.2000, S. 27.

die Kurse. Andererseits wird ihnen die Verwechslung von Sparbuch und Aktienmarkt als mangelnde Erfahrung vorgehalten. Die in dieser Verwechslung vorprogrammierte Enttäuschung der Kleinanleger wirft die Frage auf, ob die Kleinanleger trotzdem ihrer zugedachten Rolle entsprechen.

Die Kritik der Kleinanleger, sie seien irrational, führt daher auch nicht zu dem Rat, sich vom Neuen Markt fernzuhalten. Das Urteil steht vielmehr für den Wunsch, sie mögen ihre Aktienpositionen in Ruhe halten damit der Neue Markt weiterhin funktioniert. Der erste Crash am Neuen Markt, der die zweieinhalbjährige Abwärtsbewegung eröffnete, wird daher auch nicht erklärt, sondern dient der *FAZ* als Material, um die zugedachte Rolle zu unterstreichen: Wären die Kleinanleger nicht so hektisch, dann wäre der Neue Markt für alle Beteiligten eine gelungene Institution.

e) In der Darstellung wurde bereits gezeigt, dass einige widersprüchliche Aussagen der *FAZ* sich zeitlich auflösen lassen, also auf Argumentationswechsel hinweisen. Mit den in der Analyse gewonnenen Erkenntnissen lassen sich einige Argumentationswechsel inhaltlich aufeinander beziehen:

Zunächst ist festzuhalten, dass die *FAZ* eine bleibende Kritik an allen Anlegern vorträgt. Kleinanleger und professionelle Anleger übertreiben während des Börsenbooms und untertreiben während des langsamen Abwärtstrends des Neuen Marktes. Unterhalb dieser allgemeinen Kritik macht die *FAZ* aber eine Hierarchie zwischen den Anlegergruppen auf. Sie befürwortet ein Aktienengagement aller Anleger, hält aber die institutionellen Anleger für den Garanten einer vernünftigen Spekulation. Den Kleinanlegern schlägt sie daher vor, sich an die Fonds zu wenden, da sie so an einer seriösen Spekulation teilhaben können, zu dem sie in der Vorstellung der *FAZ* selbst nicht in der Lage sind.

Nachdem sich auch an den zweiten Crash im Herbst 2000 kein Kursaufschwung, sondern ein langsamer Kursabschwung anschließt, wechselt die *FAZ* ihre Argumentationsweise hinsichtlich der Fonds. Auch ihr Engagement ist von Misserfolg geprägt und dies ist relativ zu dem zuvor präsentierten Bild einer seriösen Spekulation erklärungsbedürftig. Mit den Begründungen über den Konkurrenz- und Anlegerdruck gelingt der *FAZ* eine Erläuterung des Misserfolges, die zugleich die Institution „Fonds“ als eigentlich positive Einrichtung für die Kleinanleger

aufrechterhält.

Aber auch diese Argumentation wird zum Ende des Jahres wieder fallen gelassen. Stattdessen wird innerhalb der Krisenerklärung, nach der alle Beteiligten Schuld an der Krise des Neuen Marktes seien, auch den Fonds selbst eine fehlerhafte Praxis zugeschrieben.

f) Das Thema Kursmanipulation wird im Zusammenhang mit dem Investitionsverhalten der professionellen Anleger nur im *Spiegel* ausführlich thematisiert und in den Rang einer Krisenursache gehoben. Daher ist auch nur für die Zeitschrift auf die widersprüchlichen Aussagen hinzuweisen, welche ihre Krisengründe implizieren. In der Kritik, die professionellen Anleger haben sich wie die Kleinanleger von Stimmungen leiten lassen und herkömmliche Börsenmaßstäbe vergessen, wird die irrationale, nicht durchdachte und ungeplante Spekulation kritisiert. In dem Vorwurf der Kursmanipulation ist dagegen unterstellt, dass die professionellen Anleger um die „unechten" Wertsteigerungen wussten, diese gezielt vorangetrieben haben, um die unwissenden Kleinanleger gezielt auszunutzen.

Zeitlich beginnt der Vorwurf der Kursmanipulation erst mit dem zweiten Crash im Herbst 2000, löst aber die schon vorher geäußerte Kritik an der irrationalen Spekulation nicht ab. In der Regel reflektiert der *Spiegel* den Gegensatz von stimmungsgeleitetem Fehlverhalten und gezielter Kursmanipulation, indem sie die beiden Tätigkeiten durch ein „teils-teils" verschiedenen Sphären zuteilt.

3.1. Zusammenfassung der Analyse

In der Diskussion war überwiegend die *FAZ* der Gegenstand der Auseinandersetzung. Dies liegt daran, dass sie mit ihren Argumentationswechseln viele inhaltliche Widersprüche aufweist, die entsprechendes Material zur Analyse liefern. Die Erklärungen der Krise seitens des *Spiegels* und der *BILD* bieten dagegen relativ zum vorherigen Kapitel wenig neues Material zur Diskussion.

Alle Printmedien schreiben dem stimmungsgeleiteten Investitionsverhalten der institutionellen Anleger eine krisenverursachende Wirkung zu, alleiniger Grund ist dies aber nicht. Der *Spiegel* hebt die Kursmanipulation der institutionellen Anleger als weitere Krisenursache hervor. Die relativ zu herkömmlichen Bewertungsmaßstäben übertriebenen Kurse verdankten sich nicht einfach nur einer euphorischen Stimmung, sondern einem intendierten Kettenspiel. Im Maße, wie

diese unseriösen Praktiken öffentlich wurden, blieben die Anleger überhaupt vom Neuen Markt fern. In dieser Hinsicht haben die institutionellen Anleger für den *Spiegel* zur Endkrise des Börsensegments beigetragen. Soweit der *Spiegel* die Kursmanipulation neben dem Vorwurf der stimmungsgeleiteten Spekulation stellt, ergibt sich ein Widerspruch. Entweder die institutionellen Anleger haben sich wie alle anderen geirrt oder aber sie haben sich bewusst auf den Irrtum der anderen Anleger bezogen. In vielen Artikeln löst sich der Widerspruch durch ein „teils, teils" auf. In einigen Artikeln dagegen verabsolutiert der Spiegel eine der beiden Krisenerklärungen, ohne den Widerspruch zu reflektieren.

Wie für die Kleinanleger gilt auch in diesem Kapitel, dass die Erklärungen der „Gier" und der „stimmungsgeleitete Spekulation" nicht in dem Verhalten der institutionellen Anleger selbst, sondern äußerlich in der Wirkung des Verhaltens gründen. Damit wird das Ideal einer rationalen Spekulation vorstellig gemacht, die Krise aber nicht erklärt.

Hinsichtlich der *FAZ* haben sich bei weiteren Kritikpunkten Inkonsistenzen gezeigt. Im Vergleich mit den institutionellen Investoren stellt sich heraus, dass die Kritik am kurzfristigen Engagement nicht in der Kurzfristigkeit selber begründet ist. Die *FAZ* traut nur den Kleinanlegern diese Weise der Spekulation nicht zu und wünscht sie sich stattdessen als einen stabilisierenden Faktor an der Börse. Am Ideal einer Arbeitsteilung zwischen den Kleinanlegern und institutionellen Anlegern kritisiert die *FAZ* das Verhalten der ersten Anlegergruppe. Dem kurzfristigen Engagement der institutionellen Anleger schreibt die *FAZ* mit der Kontrollfunktion einen positiven Sinn zu. Die Kleinanleger sollen aber mit einem langfristigen Engagement für die notwendige Stabilität in den Kursen sorgen, welche die Kontrollfunktion der institutionellen Anleger ständig in Gefahr bringt.

Mit der „Konkurrenz" und dem „Druck der Anleger" auf die Fonds hat die *FAZ* eine neue Krisenerklärung dargelegt. Die Wirkung der Fonds ist eine Krisenursache. Der Grund für die mangelhafte Wirkung liegt aber nicht in den Fonds oder den Entscheidungen der Fondsmanager, sondern in den äußerlichen Umständen. Die Analyse hat gezeigt, dass die Gründe aber keine äußerlichen sind, sondern sich nur die dem Fonds immanenten Zwecken verdanken, die sich zugleich als äußere Zwangsgesetze geltend machen. Die *FAZ* trennt durch ihre fehlerhafte Argumentation die Zwecke der Fonds von ihren Wirkungen und darin macht sich ein

interessierter Standpunkt an der Institution „Fonds“ geltend.

Die Untersuchung der FAZ hat eine neue offene Frage ergeben. Wie weit lässt sich die Spekulation durch eine sorgsame Analyse planen? An der Antwort auf diese Frage hängt die Sicherheit, mit der die Medien im Krisenverlauf auf das Fehlverhalten der Akteure schließen. Sie wird in dem Kapitel über die Analysten wieder aufgenommen.

IV. Die Emissionstätigkeit der Banken und die Wagniskapitalgeber als Ursachen der Krise

Neben den dauerhaften spektakulären Kurszuwächsen von Unternehmen, die schon relativ zu Beginn des Neuen Marktes dabei waren, wie etwa EM.TV, war das Initial Public Offering, kurz IPO, ein Markenzeichen des Wachstumssegmentes. Das IPO bezeichnet das Erstangebot der Aktien einer Gesellschaft an der Börse. Bis zum Crash im März 2000 fanden die Börsengänge am Neuen Markt ein starkes Interesse, weil in der Regel die Kurse nach dem ersten Börsentag bereits deutliche Steigerungen aufgewiesen haben. Rechtlich findet die Verwandlung des Unternehmens in eine Aktiengesellschaft schon vor dem Börsengang statt. Die vorhandenen Aktien und/oder zusätzliche Aktien werden zum Verkauf an der Börse angeboten. Das Geld fließt entweder an die vorherigen Besitzer der Aktien oder im Falle des zusätzlichen Angebots an Aktien der Aktiengesellschaft als neues Eigenkapital zu. Die Vermittlung der Aktien an die Börse wird von einer oder mehreren Banken übernommen, die für diese Emissionstätigkeit eine Gebühr erheben.

Bevor die jungen Wachstumsunternehmen sich aber überhaupt an die Banken wenden konnten, um eine Börsenbegleitung zu beantragen, mussten sie Kapital aus anderen Quellen erhalten, damit aus ihren „Ideen“ eine Aktiengesellschaft werden konnte. Hierbei wurden sie von Wagniskapitalgebern, auch Venture Capitalists oder Risikokapitalisten genannt, gefördert. Sie stellten bei vielen Unternehmen des Neuen Marktes das Ursprungskapital bereit, damit sie die Geschäftsräume anmieten, Arbeitnehmer einstellen und die Kosten für die rechtlichen Schritte hin zur Aktiengesellschaft aufbringen konnten. Dafür erhielten die Wagniskapitalgeber Anteile an den Aktien, die später an der Börse relativ zum investierten Kapital gewinnbringend verkauft werden sollten.

Die zwei Tätigkeitsfelder, die sich wiederum auf zwei Institutionen verteilen, einmal Wagniskapitalgeber und einmal Banken, werden in diesem Kapitel zusammen besprochen, weil die Kritiken der Printmedien an ihnen große inhaltliche Schnittmengen aufweisen. Die Wagniskapitalgeber werden selten kritisiert und mit der Krise des Neuen Marktes in Verbindung gebracht. Dort, wo dies dennoch geschieht, werden sie mit der Emissionstätigkeit der Banken zusammen verhandelt.

1. Kritiken an der Emissionstätigkeit und den Wagniskapitalgebern

Wie in den vorherigen Kapiteln interessiert zunächst nur die vorgebrachte Kritik an den Banken und Wagniskapitalgebern, deren Inhalt, die zeitliche Entwicklung und der Bezug auf die Krisenerklärung. Die zentrale Kritik an der Emissionstätigkeit liegt in dem Vorwurf, den Anlegern mangelhaftes Spekulationsmaterial geliefert zu haben. In der *BILD* wird diese Kritik in schlichter Form festgehalten, in der *FAZ* und dem Spiegel finden sich einige Variationen des Themas: Zu viele und börsenuntaugliche Unternehmen wurden gefördert. Für diese veranschlagten die Banken darüber hinaus zu hohe Emissionspreise.

In der *BILD* und der *FAZ* ist die Kritik an den Emissionsbanken schon während des Börsenbooms von Interesse. Frühzeitig kritisieren sie Banken für ihre Zuteilungspraxis von Aktien, in der die Kleinanleger benachteiligt werden. Diese Kritik ist zwar während der Krise kein Gegenstand mehr, für die Beurteilung der Krisenerklärung der *FAZ* aber von Bedeutung.

1.1. Spiegel

Wenn der *Spiegel* die Emissionsbanken für ihr Verhalten kritisiert, wird der Umstand hervorgehoben, dass die an die Börse gebrachten Aktien im Kurs unter dem Emissionspreis gefallen sind.[191] Entsprechend spät setzt die Kritik Ende September 2000 nach der ersten Insolvenz am Neuen Markt von Gigabell ein und ist ein durchgängiges Thema bis in den Oktober 2002.

> „So organisierte allein Dietrich Walther, Chef der Mettmanner Gold-Zack AG, in vier Jahren 28 Börsengänge. Nur ein Viertel dieser Firmen notiert heute über dem Ausgabekurs."[192]

Statt nachhaltiger Wertpapiere kursieren an der Börse Aktien, die nicht nur keinen Wertzuwachs, sondern relativ zum Emissionspreis einen Abschlag enthalten. Rückblickend wird an diesem gegenwärtigen Faktum die Emissionspraxis gemessen und als mangelhaft bestimmt.

Relativ zu den unter Emissionspreis liegenden Kursen wird den Banken vorgeworfen die Firmen nicht sorgfältig genug geprüft zu haben. Sie haben „fragwürdige Internet-Klitschen" oder unreife Firmen an die Börse gebracht.[193]

---

[191] Spiegel, 42/2000, S. 127; Spiegel, 8/2001, S. 88f und Spiegel, 10/2002, S. 91.
[192] Spiegel, 17/2001, S. 100.
[193] Spiegel, 42/2002, S. 96.

> „Gestützt auf Gigabell-Berechnungen hat HSBC Trinkaus prophezeit, der Internet-Provider würde im Jahr 2000 einen operativen Gewinn von 22 Millionen Mark einfahren. Bei ihren Prognosen hatten die Experten wohl übersehen, dass es auch Konkurrenten gibt, die schöne Hochrechnungen zur Makulatur werden lassen."[194]

Die Beurteilung Gigabells seitens der Emissionsbank HSBC Trinkaus wird vom *Spiegel* als mangelhaft charakterisiert. Auch die Wagniskapitalgeber haben sich „oft wenig Zeit für eine genaue Prüfung" genommen und „vorschnellen Börsengängen" Vorschub geleistet.[195]

> „Im Sog der Internet- und Biotech-Revolution drängten zudem etliche Firmen an den Neuen Markt, die an einer Wachstumsbörse eigentlich gar nichts zu suchen haben: Klamottenhändler und Altenheimbesitzer etwa. Den Weg ebnete ein willfähriges Geflecht aus Beratern und Banken, Emissionshäusern und PR-Agenturen."[196]

Der Vorwurf börsenuntaugliche Firmen gefördert zu haben wird in der Regel verknüpft mit der Aussage, die Banken und Wagniskapitalgeber haben dies aus Gewinngründen bewusst getan.[197] Dabei ist diese Darstellung im *Spiegel* nicht einfach als Aufklärung über die im Geschäftszweck liegenden Konsequenzen zu nehmen, sondern als Kritik an einen übertriebenen Drang nach Gewinn:

> „Die Raffgier der Banken beflügelt den Börsengang: Kreditinstitute bedienen sich gern vorbörslich zum Schnäppchenpreis. (...) Die Papiere verkaufte die Bank gleich an die Zeichner zum Emissionskurs von 38 Euro und verdiente damit rund 12 Millionen Mark."[198]

Die Banken wollen nicht einfach Geld verdienen, sondern sind gierig.[199] Die Börsengänge verschaffen ihnen Provisionseinnahmen, die teils selber aus Aktienanteilen oder Optionen auf Aktien bestehen. Rücksichtslos gegenüber der längerfristigen Aktienwertentwicklung, haben sie aus der Gewinnsucht heraus nicht nur unreife Firmen an die Börse gebracht, sondern darüber hinaus Analysen geschönt, falsche Emissionspreise errechnet und mangelhafte Fachkräfte eingestellt.

> „Auch die Kreditinstitute, deren Analysten den Medienkonzern (EM.TV; H.K.) unverdrossen zum Kauf empfahlen, hätten es eigentlich besser wissen müssen.

---

[194] Spiegel, 39/2000, S. 131.
[195] Spiegel, 42/2000, S. 121. Direkt beziehen sich diese Aussagen auf die USA. Sie sind hier angeführt, weil der Artikel die Aussage enthält: „Ähnlich geht es auch in Deutschland zu." S. 123.
[196] Spiegel, 17/2001, S. 100.
[197] Spiegel, 39/2000, S. 131; Spiegel, 42/2000, S. 127; Spiegel, 49/2000, S. 118-120; Spiegel, 50/2000, S. 85; Spiegel, 3/2001, S. 91; Spiegel, 8/2001, S. 86-88; Spiegel, 8/2001, S. 92; Spiegel, 42/2002, S. 96.
[198] Spiegel, 39/2000, S. 131.
[199] Siehe auch Spiegel, 42/2002, S. 96.

> Doch einige von ihnen haben im November 1999 eine Kapitalerhöhung für den Stammkunden EM.TV platziert – das verpflichtet.“[200]

Obwohl laut *Spiegel* die Probleme des Geschäftes von EM.TV offensichtlich waren, haben die Analysten positive Reports erstellt. Den Widerspruch löst der *Spiegel* mit der Frage „cui bono?“ und macht als Nutznießer das Provisionsgeschäft der eigenen Banken aus. In dem Beispiel handelt es sich allerdings nicht um ein IPO-Geschäft, sondern um eine normale Kapitalerhöhung. Den Tatbestand der Beschönigung und Übertreibung bei Börsengängen darf ein Bankvorsitzender auch selbst eingestehen:

> „Zur Hoch-Zeit des Neuen Marktes zählte nur die Wachstumsstory. ‚Wir brachten wöchentlich neue Weltmarktführer auf den Markt‘, sagt Lothar Mark, der Vorstandsvorsitzende der Gontard & Metallbank, selbstironisch. 45 Unternehmen hat die kleine Frankfurter Bank an die Börse begleitet – fast alle notieren heute unter dem Ausgabekurs, eines ist sogar pleite.”[201]

Der *Spiegel* thematisiert die Emissionspreisbildung nur in einem Artikel Anfang 2001.

> „Für die Banken sind die Börsenneulinge auch deshalb so interessant, weil sie ihnen ganz neue Einnahmequellen verschaffen. Auf vier bis sechs Prozent des eingesammelten Kapitals beläuft sich in der Regel die Provision, die das begleitende Emissionshaus bei einem erfolgreichen Börsengang in Rechnung stellen kann. Das heißt: Je höher der Emissionspreis, den die Bank bei den Anlegern durchsetzen kann, desto höher die Prämie. Hinzu kommen oft vorbörsliche Beteiligungen, also der Zugriff auf Aktienpakete zu einem Preis, der deutlich unter dem liegt, den später die Anleger zu zahlen haben.“[202]

Weil die Emissionsbanken umso mehr verdienen je höher der Emissionspreis durchgesetzt werden kann, kommen Preise zu Stande, die der *Spiegel* als „horrend“ oder dem Anleger gegenüber als „unfair“ bezeichnet.[203] Die Banken nutzen die Euphorie aus und geben hohe Emissionspreise an. Die Anleger erwerben die Aktien dabei zu einem Preis, der sich langfristig nicht hält und schließlich werden sie entgegen der Erwartung eines Kurszuwachses mit einem Verlust konfrontiert. „Aufpumpen und abstoßen“ ist der Titel über „die Schwächen der deutschen Aktienkultur“, in der das Emissionsgeschäft der Banken zentraler Gegenstand der Kritik ist.

> „Kein Wunder, dass um die Börsenkandidaten ein regelrechter Wettkampf entbrannt ist. (…) Und weil die IPO-Fachkräfte gar nicht so schnell nachwachsen konnten, wie sie eingestellt wurden, lieferten sich die

[200] Spiegel, 50/2000, S. 85.
[201] Spiegel, 10/2002, S. 91.
[202] Spiegel, 8/2001, S. 92.
[203] Spiegel, 8/2001, S. 88 und 92.

Finanzinstitute auch um diejenigen wahre Bietergefechte, die nur so aussahen, als könnten sie ‚Going Public' fehlerfrei buchstabieren."[204]

Laut Spiegel haben neben den aus übertriebener Gewinnsucht resultierenden gezielten Praktiken, die den Banken Gewinne und den Anlegern Verluste beschert haben, die Banken auch noch schlecht ausgebildete Fachkräfte für ihr Emissionsgeschäft eingestellt. Hier drängt sich die Frage auf, wie denn schlecht ausgebildete Fachkräfte den ansonsten konstatierten Erfolg der Banken zu Stande gebracht haben sollen. Oder anders gefragt: Warum wirft der Spiegel den Banken eine gezielte gewinnbringende aber anlegerschädliche Tätigkeit vor und macht sich dabei Gedanken über die Güte der ausführenden Fachkräfte? Hätten die Banken in ihrer Gewinngier mit gut ausgebildeten Fachkräften nicht noch mehr Gewinne einstreichen können?

Von diesem Widerspruch in der Stoßrichtung der Kritik des *Spiegels* an der Emissionspraxis der Banken abgesehen lässt sich festhalten: Die Banken haben für ihre Gewinne börsenunreife Firmen gefördert, Analysen geschönt und zu hohe Emissionspreise angesetzt. Als Resultat ergeben sich daraus zahlreiche Aktienwerte am Neuen Markt, die unter dem Emissionspreis liegen oder deren Firmen Insolvenz anmelden. Für die Krise des Neuen Marktes leisten die Banken damit einen entscheidenden Beitrag, weil die Anleger das Vertrauen in das Wachstumssegment verlieren. Neuemissionen werden nicht mehr von den Anlegern angenommen und auch für die bestehenden Firmen ist die Börse als Quelle für frisches Kapital versiegt. Dieses Urteil unterstreicht der *Spiegel* noch im Oktober 2002, zu einem Zeitpunkt als die Banken aufgrund der weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise selber Probleme bekommen. „Die Finanzriesen sind selbst schuld. Sie haben beim eigenen Drama von Anfang an die Regie übernommen."[205]

1.2. FAZ

Während der *Spiegel* die Emissionspraxis der Banken erst mit dem eingehenden zweiten Crash im September 2000 kritisiert, sieht die *FAZ* bereits während des Börsenbooms Reformbedarf. Am Neuen Markt war das „Bookbuildingverfahren" zur Festsetzung des Emissionspreises die Regel. Die begleitenden Emissionsbanken bieten dabei die Aktien mit einer Preisspanne den potentiellen Käufern an. Diese

[204] Spiegel, 8/2001, S. 93.
[205] Spiegel, 42/2002, S. 96.

können dann innerhalb einer Frist Kaufangebote machen, die preislich innerhalb dieser Spanne liegen müssen, dem Umfang nach aber unbegrenzt sein können. Vom höchsten Angebot abwärts werden dann die Aktien zugeteilt, wobei aber der wirklich zu zahlende Kaufpreis schließlich für alle nach dem niedrigsten Angebot bestimmt wird, das noch Aktien zugeteilt bekommen hat. Alle Kaufangebote unterhalb dieses Preises werden nicht berücksichtigt. Mit diesem Preis gehen die Aktien in den ersten Handelstag, an dessen Ende dann die Erstnotiz feststeht. Am Neuen Markt war es Anfang 2000 die Regel, dass die Aktien dabei deutliche Kursgewinne zu verzeichnen hatten.

> „Doch allen Beteiligten ist klar, dass angesichts der gegenwärtig überschäumenden Nachfrage der Anleger nach Neuemissionen sich etwas ändern muss. Im Interesse der Emittenten liegt eine möglichst breite Streuung der Titel und die Befriedigung der Kaufwünsche möglichst vieler Anleger. Denn nur so bauen sie – natürlich zusammen mit Kursgewinnen – eine langfristig positive Stimmung für die Aktie auf. Aus Sicht der Konsortialbanken mindert zwar tendenziell ein niedrig angesetzter Ausgabepreis das Platzierungsrisiko. Doch der Ärger mit zahlreichen Kunden, die bei attraktiven Börsengängen leer ausgehen, wiegt häufig schwerer. Hinzu kommt die Kritik vieler Altaktionäre, die mit Blick auf kräftige Kursgewinne von oftmals 100 Prozent und mehr in den ersten Handelstagen an der Börse das Gefühl nicht loswerden, ihre Aktien zu billig verkauft zu haben. (…) Zudem profitierten die Banken auch von den Zeichnungsgewinnen, wenn sie Aktien entweder bevorzugten Kunden oder aber ihren eigenen Investmentgesellschaften zukommen lassen.“[206]

Die *FAZ* macht in ihren Ausführungen deutlich, dass in der Emissionspreisbildung gegensätzliche Gesichtspunkte berücksichtigt werden. Für die Altaktionäre, z.B. Unternehmensgründer und Wagniskapitalgeber, die sich von der Beteiligung an der Aktiengesellschaft endgültig trennen wollen, gilt: Je höher der Emissionspreis, desto rentabler die Vorinvestitionen. Gegen eine hoch angesetzte Preisspanne spricht zunächst das Risiko, dass nicht alle Aktien einen Käufer finden, die Aktien nicht vollständig platziert werden. Dies kann zu Mindereinnahmen für die Aktiengesellschaft selber führen, ebenso für die Emissionsbanken, deren Provision an dem Erfolg der Emission geknüpft ist und im Zweifelsfall auch für diejenigen, die sich von ihren Aktien endgültig trennen wollten. Für die längerfristige Perspektive der Aktiengesellschaft ist aber von Bedeutung, dass sich eine „positive Stimmung“ für die Aktie entwickelt. Eine Aktie, deren Wert sich an der Börse nicht mehr positiv entwickeln kann, weil der Emissionspreis so hoch angesetzt ist, dass selbst die

[206] FAZ, 11.03.2000, S. 21.

günstigste mögliche Zukunft des Unternehmens schon eingepreist ist, gewinnt gar nicht erst Interessenten. Die Börse bleibt so als Quelle für neues Kapital verschlossen.

Angesichts der starken Nachfrage nach Neuemissionen haben die zu niedrig angesetzten Preisspannen eine ähnliche Wirkung, so die Befürchtung der *FAZ*. Viele Anleger kommen nicht zum Zuge, obwohl sie bereit wären höhere Preise zu zahlen. Alle Anleger bieten am oberen Limit und daher entscheidet die freihändige Zuteilung der Emissionsbanken oder das Losverfahren, wer die Aktien tatsächlich zugeteilt bekommt. In der freihändigen Zuteilung bevorzugen die Banken sich selber oder aber Kunden, die den Banken anderweitig zusätzliche Geschäfte einbringen.[207] Im Losverfahren, so der Verdacht der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW), ist auch nicht sicher, ob alle Anleger tatsächlich in der Lostrommel enthalten sind.[208] Der breite Zuspruch für den Neuen Markt bei den Anlegern könnte angesichts des Unmuts umschlagen in eine Verweigerungshaltung, was weiteren Neuemissionen schaden könnte. Ein höherer Emissionspreis, so die Diskussion Anfang 2000, könnte die Wogen glätten. Die Anleger, so die Einschätzung, würden eher einsehen eine Aktie nicht erlangt zu haben, wenn sie nicht hoch genug geboten haben als dass sie in einem Zuteilungsverfahren nicht zum Zuge gekommen wären.

Mit dem Crash Mitte März 2000 verschwindet das Thema Emissionspreis zunächst für vier Monate, um dann mit umgekehrten Vorzeichen bis Anfang 2002 als eine zentrale Kritik an den Emissionsbanken behandelt zu werden:

> „Die schwierige Phase des Neuen Marktes hat nun auch die Neuemissionen des ersten halben Jahres erfasst. (…) Dennoch ließ sich mit dem Zeichnen von ‚guten' Neuemissionen zu jeder Zeit Geld verdienen – allerdings kostet so manche Aktie, die im hinsichtlich des Marktumfeldes günstigen ersten Quartal erstmals notiert wurde, derzeit weniger als zum Zeitpunkt ihres Börsendebüts (…). Beobachter führen die inzwischen schlechte Kursentwicklung einiger Neuemissionen des ersten Quartals auch darauf zurück, dass die Konsortialbanken die Preise angesichts der euphorischen Stimmung zu hoch angesetzt haben."[209]

Im veränderten Marktumfeld erscheinen die früheren Emissionspreise nicht zu tief, sondern rückblickend als zu hoch angesetzt. Zitiert die *FAZ* zunächst noch Beobachter, die diesen Kritikpunkt äußern, so macht sie sich ihn nach dem zweiten

[207] FAZ, 11.03.2000, S. 21; FAZ, 13.03.2000, S. 33 und FAZ, 07.11.2000, S. 31.
[208] FAZ, 18.03.2000, S. 25.
[209] FAZ, 14.07.2000, S. 25.

Crash im Herbst 2000 zueigen:

> „Was die vielen Unternehmen angeht, die an den Markt gebracht wurden, obwohl sie nur wenig unternehmerische Aussichten boten, so tragen hier auch die Banken einen Teil Verantwortung: Sie haben auf dem Höhepunkt des Goldrausches einige Unternehmen zu grotesk hohen Bewertungen an den Markt gebracht. Inzwischen liegen deren Kurse weit unter den Emissionspreisen – ohne Hoffnung auf Genesung.“[210]

In dem Vorwurf, die Emissionspreise zu hoch angesetzt zu haben, ist unterstellt, dass die Unternehmen durchaus an die Börse gehören. Weiter geht dagegen die Kritik an die Emissionsbanken und Wagniskapitalgeber, nicht börsenreife Gesellschaften an die Börse gebracht zu haben.

> „Viele Anleger fragen sich vor diesem Hintergrund zu Recht besorgt, ob sie von drei Seiten hinters Licht geführt wurden: von den Konsortialbanken, die viele nicht börsenreife Unternehmen übereilt an den Markt gebracht haben, von denjenigen Analysten, die diese Aktien mit ihren Prognosen hochgejubelt haben, und schließlich von Vorständen (…).“[211]

Dieser Kritikpunkt erhält in der *FAZ* eine weitere Steigerung. In dem Vorwurf, Unternehmen übereilt an die Börse gebracht oder „zu früh in einen Börsengang getrieben“[212] zu haben, ist noch enthalten, dass die Firmen zu einem späteren Zeitpunkt vielleicht an der Börse ihren Platz gehabt hätten. In späteren Artikeln ist gleich von „fragwürdigen Geschäftsmodellen“ die Rede, „weil sie (die Unternehmen; H.K.) eigentlich gar kein marktfähiges Produkt haben und weil ihnen Personal mit den handwerklichen Fähigkeiten fehlt“.[213]

> „Zwei Jahre nach dem Platzen der großen Spekulationsblase an den internationalen Technologiebörsen wird das erschreckende Ausmaß der Kapitalvernichtung sichtbar. (…). Am Neuen Markt haben sich Börsenwerte in Höhe von fast 200 Milliarden Euro in Luft aufgelöst. Schuld an diesem Desaster sind alle Beteiligten: die Emissionsbanken, die auf dem Höhepunkt der allgemeinen Börsenbegeisterung jede Internetbude an die Börse gebracht haben; (…); die Venture-Capital-Gesellschaften, die jede noch so fragwürdige Geschäftsidee finanziert haben (…).“[214]

Die Venture-Capital-Gesellschaften, wie die Wagniskapitalgeber auch genannt werden, kommen in zwei Artikeln explizit als Objekt der Kritik vor. Gemessen an den Misserfolgen der börsennotierten Unternehmen, sowohl hinsichtlich des

---

[210] FAZ, 11.10.2000, S. 17. Siehe auch FAZ, 11.07.2001, S. 25 und FAZ, 06.03.2002, S. 13.
[211] FAZ, 18.11.2000, S. 25. Siehe auch 23.02.2002, S. 21.
[212] FAZ, 21.10.2000, S. 13.
[213] FAZ, 05.12.2000, S. 17. Siehe auch DSW in: FAZ, 27.09.2000, S. 31; FAZ, 11.10.2000, S. 17; FAZ, 07.11.2000, S. 31; FAZ, 11.07.2001, S. 25 und FAZ, 06.03.2002, S. 13.
[214] FAZ, 06.03.2002, S. 13.

wirklichen Geschäftes als auch des Börsenwertes, kritisiert die *FAZ* sie in gleicher Weise wie die Emissionsbanken. Sie haben fragwürdige Geschäftsmodelle finanziert und sie „(…) dürfen (..) sich nicht wundern, wenn ihnen die Anleger ihren Ausstieg aus der Beteiligung über die Börse versperren.“[215]

Auch die *FAZ* begründet das mangelhafte Verhalten der Emissionsbanken in dem Zweck, Geld zu verdienen. Allerdings fehlt bei ihr im Gegensatz zum *Spiegel* der vorwurfsvolle Ton, der in Begriffen wie „Gier“ mitschwingt. Diesen überlässt sie zunächst anderen Personen oder Institutionen, die in der *FAZ* zitiert werden. Fondsmanager Ochner fordert z.B. schon im August 2000: „Die Banken sollen nicht in erster Linie an ihre Provisionseinnahmen, sondern vielmehr an das Emissionsstanding denken“.[216] Explizit tauchen die Emissionsbanken in dieser Hinsicht nur noch einmal Anfang 2002 als Gegenstand der Kritik auf:

> „Tatsächlich haben früher einige deutsche Institute nach dem Motto ‚Masse statt Klasse’ agiert: Ohne kritische Analyse wurde ein Unternehmen nach dem anderen an die Börse gebracht. Die Konsortialbanken kassierten in den meisten Fällen 5 Prozent des Emissionsvolumens.“[217]

Die Banken haben wegen der günstigen Umstände für Gewinne möglichst viele Unternehmen an die Börse gebracht. Ob diese Aktiengesellschaften längerfristig ihre Emissionspreise rechtfertigen können würden, war den Banken relativ zum Gewinn ein untergeordneter Gesichtspunkt. Insofern gilt auch für die *FAZ* die Aussage, dass die Emissionsbanken um ihres Gewinnes willen Geschäftspraktiken an den Tag gelegt haben, die nachträglich zum Vertrauensverlust in den Neuen Markt geführt haben und damit den abschließenden Niedergang zu verantworten haben.

Bleibt abschließend zu vermerken, dass die *FAZ* fordert, „die Analysten dürfen mit ihren Studien nicht mehr als verlängerte Werkbank der Investmentabteilungen dienen.“[218] Dieser Punkt wird in dem Kapitel über die Analysten behandelt. Regelumgehungen und Betrugsfälle, die Emissionsbanken betreffend, werden in der *FAZ* nüchtern dargestellt, stellen aber keinen eigenständigen Kritikpunkt dar.[219]

---

[215] FAZ, 11.07.2001, S. 25.
[216] FAZ, 04.08.2000, S. 25. Ähnlich auch die SdK in: FAZ, 08.08.2000, S. 27 und die DSW in: FAZ, 27.09.2000, S. 31.
[217] FAZ, 23.02.2002, S. 21.
[218] FAZ, 06.03.2002, S. 13.
[219] Ein informativer Artikel über die Möglichkeit auf Grundlage des Verkaufsprospektes die Emissionsbanken zu verklagen, wenn die Aktiengesellschaft selber insolvent ist: FAZ, 28.11.2000, S. 33; Aktionärsschützer fordern, die konsortialführenden Banken dann haftbar zu machen, wenn die von ihnen begleiteten Unternehmen schon wenige Monate nach dem Börsengang die Planzahlen im Emissionsprospekt korrigieren müssen: FAZ, 23.12.2000, S. 25; EM.TV und seine beiden

1.3. BILD

Während in der *BILD* die Risikokapitalisten überhaupt nicht thematisiert werden, kritisiert sie die Emissionstätigkeit der Banken in zwei Fällen. Die Zuteilungspraxis neuer Aktien wird im Umfeld der Infineon-Emission Anfang 2000 skandalisiert:

> „Infineon – beworben wie eine Wunderaktie. Millionen Kleinanleger haben sie gezeichnet. Doch am Montag werden zwei Drittel von ihnen in die Röhre schauen – für sie bleibt keines der begehrten Stücke übrig. Die Großen dagegen kommen gut zum Zuge: Banken, Fonds, Leute mit Millionen-Depots. Wie immer. Sie können mühelos Mega-Gewinne einstreichen. Denn gestern wurde schon dreimal so viel geboten wie der Kurs, zu dem sie rauskommen werden. Was wir da erleben, ist kein Beitrag die Aktie in Deutschland populär zu machen.“[220]

Im Vergleich zur *FAZ*, die anhand desselben Falles die Emissionspraxis der Banken thematisiert, fällt auf, dass die *BILD* ohne ein Subjekt auskommt, das für die beklagte Ungerechtigkeit sorgt. Das Interesse an der Verbreitung des Aktienengagements in Deutschland ist das explizite Maß der Kritik.

Zum zweiten berichtet die *BILD* im September 2001 unter der Überschrift „Aktien rauschen immer tiefer in den Keller“:

> „Erstmals räumten die Banken eine Mitschuld am Kurs-Desaster des Neuen Marktes ein. Deutsche-Bank-Chef Rolf Breuer sprach von ‚mangelnder Sorgfalt’ bei manchem Börsengang.“[221]

Weder vor noch nach diesem Artikel kritisiert die *BILD* die mangelhafte Emissionstätigkeit. Sie gibt sich mit dem Bericht über das Teilschuldgeständnis für die Krise des Neuen Marktes zufrieden, dessen Inhalt die fehlerhafte Überprüfung mancher Börsenkandidaten ist.

1.4. Zusammenfassung der Kritiken an der Emissionstätigkeit und den Wagniskapitalgebern

Die *FAZ* und der *Spiegel* kritisieren die Emissionsbanken detailreich und weisen dabei viele Gemeinsamkeiten auf: Die Banken haben die Firmen mangelhaft geprüft,

---

Konsortialbanken stehen vor einer Prozesslawine. Diese Prozesse sind Neuland: FAZ, 06.02.2001, S. 33; im Fall Informatec der Verdacht, dass sich die Betreuerbank WestLB verpflichtet hat mit entsprechend positiven Kommentaren auf Unternehmensnachrichten zu reagieren: FAZ, 06.08.2001, S. 23; im Fall Comroad haben die Banken versagt: FAZ, 11.04.2002, S. 25; ein Rechtsanwalt sagt, dass im Fall Comroad auch eine Klage gegen die Banken lohnen könnte: FAZ, 13.04.2002, S. 25; Klage im Fall Comroad wird auch gegen die Emissionsbanken angestrengt: FAZ, 26.10.2002, S. 19; Einzelne Aktionäre erhalten im Vergleich ihr eingesetztes Geld von den Emissionsbanken zurück: FAZ, 15.04.2003, S. 25.

[220] BILD, 11.03.2000, S. 2. Siehe auch BILD, 14.03.2000, S. 2.

[221] BILD, 04.09.2001, S. 1.

sie zu früh an die Börse gebracht oder gar solche emittiert, deren Geschäftsmodelle überhaupt nicht an die Börse gelangen durften. Die *BILD* hält die mangelnde Sorgfalt ohne weitere Ausführungen in einem Artikel fest. Die Kritikpunkte äußern die *FAZ* und der *Spiegel* auch gegenüber den Wagniskapitalgebern, wobei diese der Quantität der Artikel nach, in denen sie explizit erwähnt werden, eine untergeordnete Rolle spielen.

Die Emissionspreise, so die beiden Printmedien einstimmig in der zweiten Hälfte des Jahres 2000, waren im Rückblick zu hoch angesetzt. Regelumgehungen, die im Zusammenhang mit der Verquickung von Analysten und Investmentabteilung der Banken zu Tage traten, werden ebenfalls angeführt. Die Banken haben dies aus Gewinngründen getan und dafür in Kauf genommen, dass sich die Enttäuschung und der Ärger der Anleger letztlich gegen das Marktsegment insgesamt wendeten.

Als Besonderheiten des *Spiegels* lässt sich festhalten, dass er nicht nur den Geschäftszweck der Banken „Gewinn machen“ als Grund für die als mangelhaft ausgemachte Geschäftspraxis angibt, sondern deutlich machen will, dass dieser Geschäftszweck übertriebene Züge in Form der „Gier“ annahm.

Weiter weist der *Spiegel* relativ zu seiner allgemeinen Kritiklinie einen Widerspruch auf, wenn er an der Einstellungspolitik der Banken auf die mangelhaften Fachkräfte hinweist.

Die *FAZ* beinhaltet über den *Spiegel* hinaus zusätzliche Kritikpunkte bei den Emissionsbanken: Bevor die *FAZ* die Kritik an den zu hohen Emissionspreisen vorträgt, diskutiert sie während des Börsenbooms die Zuteilungspraxis der Banken und in diesem Zusammenhang auch die niedrigen Emissionspreise. Dieser scheinbare Widerspruch wird weiter unten analytisch behandelt. Auch in der *BILD* wird die Zuteilungspraxis kritisiert, die aber für sich in keiner der beiden Printmedien eine Ursache der Krise des Neuen Marktes darstellt.

In Hinsicht auf die Chronologie ist noch festzuhalten, dass die *FAZ* zwar schon im Sommer 2000 Artikel veröffentlicht, in denen Kritiken an den Emissionsbanken in zitierter Form vorgetragen werden, aber eigenständige Kritiken wie im *Spiegel* erst nach dem zweiten Crash im Herbst 2000 zu finden sind. In beiden Printmedien ist die Kritik an den Emissionsbanken dann bis ins Jahr 2002 ein durchgängiges Thema. In der *BILD* wird die Kritik nur einmal im September 2001 angeführt.

2. Relativierungen der Kritiken an der Emissionstätigkeit und den

Wagniskapitalgebern

Während die *FAZ* hinsichtlich des institutionellen Anlageverhaltens auch positives berichtet und das Verhalten in die Konkurrenzumstände hineinreflektiert, sind solche Aussagen als eigenständiges Urteil für die Emissionsbanken und Risikokapitalgeber nicht zu finden. Alleine in Zitaten und Interviews erklären professionelle Börsianer die Schwierigkeit, den richtigen Qualitätsstandard für Neuemissionen zu finden und den fehlenden Einfluss der Banken auf die Entwicklung eines Kurses nach dem Börsenstart, wenn zudem in besonderen Problemfällen alleine das Management der Unternehmen unfähig ist.[222] In der *BILD* sind ebenfalls keine Relativierungen zu finden, zumal die Emissionstätigkeit über die drei zitierten Artikel hinaus nur noch einmal Gegenstand der Berichterstattung ist.[223]

Im *Spiegel* findet sich ein Punkt, welcher zumindest die Potenz einer Abschwächung seiner Kritiken enthält. Aus ihm ergibt sich eine neue offene Frage, welche für die weitere Untersuchung von Bedeutung ist.

2.1. Spiegel

> „Doch wie soll ein Controller auch anders eine Firma einschätzen, deren Firmengeschichte gerade mal ein halbes Jahr alt ist? Die noch nie Gewinne verbucht hat und deren schöne Umsatzkurven auf Schätzungen beruhen? (...) Allzu viel Zeit bleibt ihm für die Prüfung eh nicht: In drei Monaten müssen alle Formalitäten erledigt sein, das ist die gängige Frist, schließlich drängt jeder Debütant auf schnellen Börsengang."[224]

Das Zitat stammt aus einem Artikel mit der Überschrift „Aufpumpen und Abstoßen", der über anlegerschädliche Praktiken der Banken berichtet. Auch wenn in dem Zitat und darüber hinaus von dem Druck der Unternehmen auf die Emissionsbanken berichtet wird, der ihnen kaum Zeit für eine gründliche Prüfung der Börsenkandidaten lässt, ist der Inhalt nicht derselbe, wie ihn die *FAZ* bei den institutionellen Anlegern geltend gemacht hat. Der Grund für das mangelhafte Verhalten der Emissionsbanken liegt in ihrem übertriebenen Gewinnstreben. Relativ

---

[222] Zu Bewertungsschwierigkeiten von Börsenanwärtern äußert sich Alfred Möckel, BHF-Bank in: FAZ, 17.03.2000, S. 25. Auf die Kursentwicklung haben die Banken keinen Einfluss, sagt die DG Bank, in: FAZ, 14.07.2000, S. 25 und die Deutsche Bank im selben Artikel auf S. 26. Die DG Bank fühlt sich deswegen nicht verantwortlich für den wirtschaftlichen Erfolg einer an die Börse geführten Firma. Der Neue Markt enthält immer Risikopotential und für die besonderen Problemfälle sei ein unzureichendes Management verantwortlich: FAZ, 07.11.2000, S. 31; Marc Schädler, Fondsmanager bei Hamburger Nordinvest, hält es Mitte 2001 für keine Frage des Preises, wenn eine Neuemission angesichts der allgemeinen Unsicherheit nicht erfolgreich platziert wird: FAZ, 28.06.2001, S. 29.

[223] BILD, 12.07.2000, S. 1.

[224] Spiegel, 8/2001, S. 94.

dazu stellt der *Spiegel* die diesem Zweck immanenten Probleme dar. Die Anforderungen der anderen Akteure werden so nicht vom Zweck der Banken getrennt, sondern sind in ihm antizipiert.[225]

In dem Zitat ist neben der Zeitfrage, die von den Unternehmen an die Emissionsbanken herangetragen wird, auch die Schwierigkeit angesprochen, überhaupt ein qualitativ vernünftiges Urteil über die Börsenkandidaten zu fällen. Die junge Firmengeschichte, der fehlende Gewinn und die nur geschätzten Umsätze stehen für ein nicht vorhandenes Material, entlang dessen eine Eröffnungsanalyse vollzogen werden soll. Dies wird vom *Spiegel* als erschwerender Umstand für die Forderung nach qualitativ vernünftigen Analysen angegeben. Damit wirft der *Spiegel* die Frage auf, ob überhaupt eine vernünftige Analyse der Unternehmen und anschließende Werbung für das Unternehmen während des Börsenganges möglich war.

3. Analyse: Emissionstätigkeit der Banken und die Wagniskapitalgeber als Ursachen der Krise?

a) Der *Spiegel* trägt in der Kritik an den Emissionsbanken einen eigentümlichen Widerspruch vor. Einerseits stellt er dar, wie die Banken aus ihrem Interesse am Gewinn eine anlegerschädliche Emissionspraxis betreiben. Zugleich kritisiert er die Banken dafür, dass sie mangelhaftes Personal eingestellt haben. Er misst die Banken, denen er zuvor eine gezielte Praxis gegen die Anleger zugeschrieben hat, in der Personalpolitik an dem Kriterium einer „fairen“ Emissionspraxis, die entsprechend qualifiziertes Personal benötigen würde. Warum sollten aber die Banken ausgerechnet für ihr Verfahren „Aufpumpen und Abstoßen“ Fachkräfte einstellen, die dem vom *Spiegel* geforderten Maß der seriösen Finanzpraxis entsprechen würden?

In beiden Kritiken steht am Anfang der Anspruch des *Spiegels*, die Banken hätten alle Interessen, also ihre eigenen, die der Unternehmer und die der Anleger gleichermaßen zu vermitteln. Im zweiten Schritt stellt er aber fest, dass die gewünschte Symbiose faktisch nicht vorhanden ist, die Banken haben Gewinn gemacht, die Anleger aber überwiegend ihr Geld verloren. Der Anspruch des *Spiegels* erweist sich also als Ideal. Dieses nimmt er angesichts der Wirklichkeit

[225] Siehe für die Nasdaq auch Spiegel, 42/2000, S. 121; „Ähnlich geht es auch in Deutschland zu.“, S. 123.

nicht zurück, sondern hält an ihm fest, wenn er das Ideal im Folgenden entschuldigt und beschuldigt. Indem der *Spiegel* auf den Umstand hinweist, dass das Angebot an qualifizierten IPO-Fachkräften der Nachfrage nicht entspricht, entschuldigt der *Spiegel* das Ideal, weil der Mangel nicht in den Banken begründet ist, sondern an Bedingungen, die sie vorfinden. Zugleich beschuldigt er das Ideal, wenn der *Spiegel* den Träger des Ideals, also die tatsächlichen Emissionsbanken, eine übertriebene Gewinngier nachsagt. In beiden Weisen gelingt es dem *Spiegel* trotz und mit Hilfe der eindeutig negativen Wirkung der Emissionspraxis für die Anleger die Idee von einer Symbiose an der Börse aufrechtzuerhalten, der auch die Emissionsbanken als Akteure angehören. Die Krise des Neuen Marktes wird damit nicht aus dem Verhalten der Emissionsbanken erklärt, sondern die Institution „Emissionsbank" als an sich gute Einrichtung besprochen.

b) Sowohl im *Spiegel* als auch in der *FAZ* ist die Emissionspreisbildung der Banken ein zentraler Kritikpunkt. Die Angebotsspanne ist relativ zur ökonomischen Substanz der Unternehmen zu hoch angesetzt worden, so dass eine breite Enttäuschung bei den Anlegern nicht ausbleiben konnte. In dieser Weise haben die Banken zur allgemeinen Abkehr vom Wachstumssegment und somit zur Endkrise des Neuen Marktes beigetragen.

In der *FAZ* fällt der scharfe Kontrast zur Diskussion während des Booms auf, in der gefragt wird, ob die Emissionspreise zu niedrig angesetzt worden sind. Auch hier ist die Psychologie der Anleger ein Kriterium für die Forderung nach höheren Emissionspreisen. Anleger würden eher einsehen, Aktien aufgrund zu geringer Kaufangebote nicht zu erhalten als bei einem undurchsichtigen Zuteilungsverfahren. Die ökonomische Substanz der Unternehmen spielt in dieser Überlegung keine Rolle. Die Preise sollen rein relativ zur vermuteten Psychologie der Kleinanleger erhöht werden und nicht wegen des höheren Potenzials der Unternehmen. In der Diskussion Anfang 2000 ist es keine Frage, ob die Unternehmen die damaligen Preise rechtfertigen. Vielmehr geht es um die Frage, wie der erfolgreiche Mittelzufluss an junge Unternehmen dauerhaft sichergestellt werden kann.

Die Abwesenheit jeder Reflexion auf die ökonomische Substanz der Spekulation ist ein Indiz dafür, dass die *FAZ* die hohen Emissionspreise und die folgende positive Kursentwicklung für einen Beweis dafür nimmt, dass die Kurse gerechtfertigt sind.

Als zweites Indiz kann der reflexionslose Kontrast ein halbes Jahr später gelten, in der die *FAZ* über die zu hohen Emissionspreise klagt. Auf die vorherige Diskussion zu Zeiten des Börsenbooms wird nicht Bezug genommen. Auch wenn die *FAZ* die ökonomische Substanz der Unternehmen anführt, um die Übertreibung bei den Emissionspreisen aufzuzeigen, scheint in dem fehlenden Bezug auf die vorherige Debatte der umgekehrte Schluss durch: Der schlechte Börsenverlauf beweist, dass die Preise zu hoch angesetzt wurden.

Damit würde sich die Kritik an den Akteuren, hier die Emissionsbanken, welche den mangelhaften Börsenverlauf am Neuen Markt erklären soll, taulogisch auf den mangelhaften Börsenverlauf stützen. Diese mangelhafte Form der Erklärung der Börsenkrise enthält darüber hinaus als Konsequenz kein Lehrpotential für die Zukunft. Steigen die Kurse wieder, beweisen diese, dass sie gerechtfertigt sind.

Ein Beweis, dass die *FAZ* sich dieser mangelhaften Form der Erklärung und Kritik bedient, ist hier nicht zu führen. Deshalb wird anhand des auffälligen Kontrastes in der Argumentation über die Emissionspreise von Indizien gesprochen. Anhand der Besprechung der Anleger in der *FAZ* wurde zudem schon gezeigt, dass sie durchaus die Anleger für ihre positiven und negativen Übertreibungen kritisiert, also den faktischen Kurs nicht unmittelbar für den richtigen Kurs hält. Es wird sich in den folgenden Kapiteln zeigen, dass sich vor allem der *Spiegel* durch die oben kritisierte Form der Argumentation auszeichnet, während die *FAZ* nur noch einmal darauf zurückgreifen wird.

3.1. Zusammenfassung der Analyse

Für den *Spiegel* und die *FAZ* haben die Emissionsbanken sowohl einen Beitrag für den Börsenboom geleistet, der den Crash notwendigerweise in sich trug, als auch zusammen mit den Wagniskapitalgebern die Endkrise unterstützt, indem die von ihnen geförderten, fragwürdigen Unternehmen die Anleger zur dauerhaften Abkehr vom Neuen Markt bewogen haben. Während beide Printmedien detailreiche Mängel vortragen und sie einmal in der stimmungsgeleiteten Praxis, ein anderes mal in dem Zweck, möglichst viel Geld aus der besonderen Situation am Neuen Markt herauszuholen, begründen, ist die *BILD* zurückhaltender. Sie berichtet nur einmal, dass die Banken ein Teilschuldgeständnis ablegen, das sich in der Aussage erschöpft, sie haben es manchmal an Sorgfalt fehlen lassen.

Auch bei den Emissionsbanken gelingt es dem *Spiegel* über die „Gier“-

Erklärung, den Zweck der Emissionsbanken von seinen negativen Konsequenzen zu trennen. Das gleiche Resultat ergibt sich aus der Analyse der widersprüchlichen Kritik des *Spiegels*, die Emissionsbanken hätten bei ihrer gezielten „Abzockerei“ schlechtes Personal eingestellt.

Die Diskussion der wechselhaften Kritik seitens der *FAZ* an den Emissionspreisen kann zeigen, dass die Orientierung der Kritik entlang des Kursverlaufs nahe liegt. In diesem Falle wäre die Erklärung der Krise aus der mangelhaften Emissionspraxis der Banken eine Tautologie. In den folgenden Kapiteln wird der Frage weiter nachgegangen, ob die untersuchten Printmedien den Kursverlauf nicht nur als Anlass, sondern als Beweis für die Kritik an den Akteuren nehmen. Zwei offene Fragen haben sich aus den Argumentationen des *Spiegels* ergeben, die ebenfalls später wieder aufgenommen werden: In welchem Grade waren die jungen Unternehmen überhaupt ein zu analysierender Gegenstand? Bereits im Kapitel über die institutionellen Anleger hat die *FAZ* die Frage in genereller Form aufgeworfen. Dort verwies die *FAZ* darauf, dass Fondsmanager nur einen geringen Einfluss auf ihr Produkt haben. Die Frage des *Spiegels* ist dagegen spezieller auf den Neuen Markt und deren Unternehmen zugeschnitten. Im Kapitel über die Analysten wird sich zeigen, dass diese Frage von allen drei Printmedien aufgeworfen wird. Von daher wird erst dort näher auf die Implikationen für die Erklärung der Krise des Neuen Marktes eingegangen.

V. Die Vermittlung von Aktiengeschäften und Beratung als Ursachen der Krise

Im zweiten Kapitel wurde sich auf die Investitionspraxis der Fonds konzentriert. Neben so genannten Eigengeschäften verdienen die Fonds an den Gebühren, die sie von den Anlegern erheben, welche bei ihnen Fondsprodukte erwerben. Ebenso verdienen Banken an der Vermittlung von eigenen oder fremden Fondsprodukten und an der Abwicklung von einzelnen Kauf- und Verkauforder privater Anleger. In diesen Hinsichten beraten die Banken und Fonds die Anleger auf Grundlage ihrer Analysen. Diese Tätigkeiten weisen Schnittstellen mit der bereits dargestellten Investitionspraxis der institutionellen Anleger und der Analysetätigkeit auf, die im nächsten Kapitel verhandelt wird. Entsprechend dünn fällt das eigenständige Material für dieses Kapitel aus. In der *BILD* ist ein Artikel zu finden, der den Beratern Versagen vorwirft, aber dies nicht explizit als Krisenursache festhält. Im *Spiegel* sind zwei Artikel zu finden, welche die mangelhafte Beratung und die zu hohen Gebühren im Zusammenhang mit der Krise des Neuen Marktes explizit thematisieren. In der *FAZ* ist ebenfalls relativ zu anderen Gegenständen wenig Material zu finden. Alleine hier macht aber eine Gegenüberstellung von Kritiken und Relativierungen noch Sinn. Auf eine Zwischenzusammenfassung kann entsprechend verzichtet werden. Dennoch wird dieses Kapitel nicht rein wegen der formalen Vollständigkeit eingeführt. In der *FAZ* finden sich eigentümliche Kritikpunkte und Relativierungen, die für die Diskussion ihrer Krisenerklärung von Bedeutung sind.

1. Kritiken an der Vermittlung von Aktiengeschäften und der Beratung und Relativierungen der Kritik

1.1. BILD

Zum Jahresende 2000 ist in der *BILD* ein Kommentar zum Thema Analyse und Beratung der Anleger zu finden:

> „Börsenjahr – zu viel versprochen von Stefan Ernst
>
> Nein, das war kein gutes Jahr für die Leute, die alles im Voraus zu wissen scheinen, die Analysten und Wertpapier-Berater der deutschen Banken. Kaufen, kaufen, kaufen! So tönten Sie das ganze Jahr über und Millionen Kleinanleger machten gutgläubig mit. Erst als die Kurse schneller fielen als Hagel im Winter, rieten die Aktienpäpste zum Verkauf. Viel zu spät! Die Börse ist keine

> Einbahnstraße – weder nach oben noch nach unten. Diese simple Börsenregel sollten sich die Herren bei den Banken in ihre Prachtbüros hängen!“[226]

Der Kommentar enthält eine gewisse Portion Respektlosigkeit vor den „Herren bei den Banken“. Analysten und Berater sind im ganzen Jahr so aufgetreten, als wüssten sie über die Zukunft an den Kapitalmärkten Bescheid. Sie haben aber nicht einfach beraten, sondern „getönt“ und dies immer nur in eine Richtung. Diese änderten sie erst, als die Kurse so schnell fielen, dass ihre neuen Ratschläge überflüssig wurden. Verzichten will die *BILD* auf die Experten aber nicht, wenn die *BILD* sich mit der Aufforderung begnügt, sie sollten sich eine simple Börsenregel an die Wand zu hängen. Das Versagen wird festgehalten und ohne Schnörkel angeklagt. Die Kritik an Beratern und Analysten kommt ohne eine Erklärung ihres mangelhaften Verhaltens und auch ohne den Bezug auf die Krise des Neuen Marktes aus.

1.2. Spiegel

Die Vermittlungstätigkeit und die Gebührenpraxis der Banken oder Fonds wird im *Spiegel* erst im Jahr 2002 zum Gegenstand und rein kritisch verhandelt.

> „Neben den volumenabhängigen Gebühren von ein bis zwei Prozent pro Jahr ‚belasten Fixkosten wie Wirtschaftsprüfer und Rechenschaftsberichte die Anleger überproportional‘, sagt Expertin Frei. Kein Wunder also, dass die Abzockerei mit ständig steigenden Gebühren und die miese Performance immer mehr Fondssparer auf die Barrikaden treiben. (…) Die Branchengrößen sind sich keiner Schuld bewusst. Viele Anleger seien ‚schlicht zu gierig’ gewesen, sagt Deka-Chef Zirener. Doch in etlichen Fällen wurden die Ersparnisse ahnungsloser Anleger mit todsicheren Tipps verspielt. Im Rausch der hohen Verkaufsprovisionen bleib eine nüchterne Beratung durch Fondsverkäufer von Banken und Finanzgesellschaften mitunter auf der Strecke.”[227]

Wenn ein privater Anleger Fondsanteile kauft, erheben die Banken eine Gebühr für ihre Vermittlung. Diese ist nicht nur nach dem Volumen bemessen, sondern enthält volumenunabhängige feste Kosten. Die zitierte „Expertin“ hält diese Gebührenbestandteile für ungerechtfertigt und der *Spiegel* hält angesichts der Börsenkurse, die auch die Fondsprodukte belasten, den Ärger der Anleger für verständlich. Die Fonds haben also nicht einfach Gebühren erhoben, sondern zu „hohe“ Provisionen.

Für einen Anleger, der sich nach der Beratung gegen ein Aktienengagement entscheidet, erhält die Bank kein Geld. Entsprechend spricht der *Spiegel* das Urteil

[226] BILD, 29.12.2000, S. 2.
[227] Spiegel, 12/2002, S. 110.

aus, die mangelhafte Beratungstätigkeit der Banken hat neben ihrer Emissionstätigkeit und sonstigem Eigenhandel auch seinen Grund in dem Zweck, über Gebühren Gewinn zu machen. Mit der Charakterisierung „Rausch“ stellt auch hier der *Spiegel* die Bankenpraxis in einen irrationalen Zusammenhang, wie er sonst mit dem Prädikat „gierig“ umschrieben wird. Dass die Anleger die Gefahr verdrängten, „(…) dass nicht nur einzelne Aktien, sondern komplette Branchen abrutschen können (…)“, hält der *Spiegel* als „Tatsache“ im selben Artikel fest. Als Entschuldigung der Banken, will er dies aber nicht verstanden wissen.

> „Die Finanzriesen sind selbst schuld. Sie haben beim eigenen Drama von Anfang an die Regie übernommen. Sie waren es, die an den Aktienmärkten einen Flächenbrand entfachten, der ihnen nun selbst einheizt. Sie waren es, die in den neunziger Jahren noch die fragwürdigste Internet-Klitsche mit viel Buhei an die Börse brachten und schon dabei kräftig absahnten. (…) Sie waren es, die mit immer neuen Jubelmeldungen ihrer eigenen Analysten die Kleinaktionäre in finanzielle Abenteuer stürzten. Sie waren es auch, die damals bereitwillig Kredite vergaben, wenn die angefixten Anleger auf Pump von der erhofften Zukunft profitieren wollten. Sie waren es, die immer neue Fonds auflegten, die vor allem ihnen selbst Provisionen bescherten.“[228]

Die Anleger waren angefixt, waren süchtig nach Aktien und dazu haben die Banken mit ihrem „Buhei“ einen Beitrag geleistet. Die „Abhängigkeit“ nach dem „Stoff“ wurde den Anlegern nun von den Banken nicht ausgeredet, sondern sie haben es doppelt ausgenutzt. Sie haben an Gebühren verdient und obendrauf auch noch an den Kreditlinien, die sie den Anlegern für ihr „Abenteuer“ gewährten. Während der *Spiegel* in der Gesamtbetrachtung an allen Akteuren eine Kritik vorträgt, wird er selten so deutlich wie in diesem letzten großen Artikel zu den Banken: Sie haben die Regie geführt, die anderen verdienen zwar auch Kritik, waren aber nur Statisten. Hinzugefügt werden muss, dass dieser Artikel den Neuen Markt nur als ein Unterthema behandelt. Das eigentliche Thema ist die weltweite Finanzkrise und die daraus erwachsende Krise des deutschen Finanzsystems überhaupt.

1.3. FAZ

Auch die *FAZ* weist auf den Zusammenhang von Eigeninteressen und Beratung hin. Im Kapitel über die Emissionsbanken wurde bereits darauf hingewiesen, dass Kritiker des Bookbuildingverfahrens den Banken unterstellen, die Emissionspreise deshalb so tief anzusetzen, damit sie „Aktien entweder bevorzugten Kunden oder

[228] Spiegel, 42/2002, S. 96.

aber ihren eigenen Investmentgesellschaften zukommen lassen“ können.[229] Hier ist das Interesse der Banken unterstellt, besondere Kunden durch Vorzüge zu binden, damit sie ihnen anderweitig zusätzliches Geschäft verschaffen. Das Verhältnis dieser Kunden und der Bank scheint füreinander produktiv zu sein. In der Beratungstätigkeit für die Kleinanleger dagegen weist die *FAZ* nach dem zweiten Crash im Herbst 2000 auf den Gegensatz der Interessen hin:

> „Immer mehr Bürger wissen: Ob sie wollen oder nicht – sie werden sich in den kommenden Jahrzehnten mit Wertpapierdepot, Lebensversicherungen und Sparplänen in einer Intensität beschäftigen müssen wie bisher wohl eher mit Schrebergarten oder der Modelleisenbahn. (…) Die Verantwortung für den einzelnen ist ebenso groß wie ungewohnt. Entsprechend wächst der Bedarf an Beratung stetig, um die gefährlichen Stellen in der rauhen See des Kapitalmarktes zu umschiffen. Leuchttürme sind gefragt. Diese Funktion nehmen in den Augen der Privatanleger zunächst die Banken als klassische Anlaufstelle für Fragen der Vermögensanlage wahr. Daß sich die Bürger für den Kapitalmarkt begeistern, freut die Banken natürlich. Denn schon lange schielen sie auf die üppigen Provisionserträge aus der Anlageberatung. Die Banken stehen aber wegen ihrer intransparenten Preispolitik vor einem Problem: Die Beratung wird nämlich bisher neben festen, auf Depotwert bezogenen Vergütungen über die Ausführung von Wertpapieraufträgen mitbezahlt – unabhängig davon, ob sie vom einzelnen Kunden in Anspruch genommen wurde oder nicht. Dadurch entsteht ein Anreiz für die Bank, Depots möglichst oft umzuschlagen, denn die Transaktion ist in dieser kollektiven Mischkalkulation der wesentliche Hebel zur Erzielung von Provisionserlösen. Dieses Geschäftsmodell reduziert damit auch die Unabhängigkeit in der Beratung der Privatkunden. Dieser Leuchtturm strahlt also nicht weit.“[230]

Nach der *FAZ* sind die Bürger in doppelter Weise genötigt. Erstens kommen sie am Kapitalmarkt nicht mehr vorbei und müssen sich über ihn und seine Produkte Wissen verschaffen. Zweitens ist der Kapitalmarkt derart unübersichtlich, dass sie dieses Wissen ohne fachmännische Hilfe nicht erlangen können. Sie müssen sich also auf irgendeine Art von Beratung beziehen. Die Bankberatung allerdings, so die *FAZ*, ist wegen ihrer eigenen Abrechnungsweise eine zweifelhafte Hilfe. Wie der *Spiegel* weist sie auf den Abrechnungsmodus hin, der nur dann der Bank Einnahmen verschafft, wenn die Anleger auch tatsächlich kaufen oder verkaufen. Für den Berater ist es so unzweckmäßig vor einem Engagement abzuraten oder ein langfristiges Engagement in derselben Aktienposition zu empfehlen.[231]

Eine weitere Ursache für die zweifelhafte Beraterpraxis sieht die *FAZ* in der nicht

[229] FAZ, 11.03.2000, S. 21.
[230] FAZ, 28.10.2000, S. 13.
[231] Siehe auch FAZ, 16.05.2002, S. 13.

vorhandenen „chinese wall“. Wenn in einer Bank verschiedene Abteilungen von unterschiedlichen Zielsetzungen geleitet werden und so getrennt werden, dass es zu keinem Informationsaustausch kommt, dann wird von einer „chinese wall“ gesprochen. Diese Mauer wird von der *FAZ* vermisst:

> „In Branchenkreisen wird jedoch nicht bestritten, daß es unwahrscheinlich ist, eine Verkaufsempfehlung für die Aktie eines Unternehmens zu finden, das zugleich von einer anderen Abteilung derselben Bank bei Kapitalmaßnahmen beraten wird oder in dem die hauseigene Fondsgesellschaft nennenswert engagiert ist. Die meisten Analysten haben ohnehin eine ausgeprägte Neigung zu Kaufempfehlungen. Verkaufsempfehlungen kann man lange suchen.“[232]

Nicht nur der Abrechnungsmodus macht die Beratung prekär, sondern auch die Rücksicht der Berater auf andere Geschäftszweige seiner eigenen Bank, die mit den Aktien in Zusammenhang stehen, über die der Berater dem Kunden Auskunft gibt. Die *FAZ* hält diese Interessensgegensätze nicht für mögliche, sondern am Neuen Markt oftmals für wirkliche.

Dies hält sie in dem für ihre Verhältnisse ungewöhnlichen spöttischen und destruktiven Artikel „Nee, Max!“ nochmals fest:

> „Heute sind alle an Erfahrung reicher, aber viele an Vermögen ärmer. Der Anleger sollte sich nichts vormachen, das kann er seinen Anlageberatern überlassen. Zum Trost: Sein Vermögen ist nicht weg, es hat nur ein anderer. Aussichtsreiche Investments sind nun einmal teuer, insbesondere wenn man sie tätigt.“[233]

Im selben Artikel verweist die *FAZ* wie der *Spiegel* auf die „Beratungsgebühren mit (…) ungebührlichem Risikoaufschlag“. In einem anderen Artikel wird dargestellt, wie die Gebührenpolitik gerade Kleinanleger benachteiligt, weil die Order in Teilschritten an der Börse ausgeführt werden und für die Teilschritte jeweils eine Extraprovision berechnet wird.[234]

Die *FAZ* kritisiert also die Beratungstätigkeit der Banken wegen ihres zweifelhaften Nutzens für den Kunden, sowohl dem Inhalt der Beratung als auch den Kosten nach. Wegen ihres Eigennutzes zerstören die Banken das Vertrauen der Kleinanleger in den Finanzmarkt bzw. in den Neuen Markt und tragen so zur Krise des Wachstumssegmentes bei.

In den bisherigen Aussagen ist unterstellt, dass eine vernünftige Beratung für den Kleinanleger, wenn sie nicht durch das Eigeninteresse der Banken getrübt wäre,

---

[232] FAZ, 28.10.2000, S. 13.
[233] FAZ, 26.02.2001, S. 15. Siehe auch FAZ, 19.03.2001, S. 35; FAZ, 11.08.2001, S. 23.
[234] FAZ, 11.01.2002, S. 21f.

machbar ist. In einem späten Rückblick, der im Zusammenhang mit einer Finanzmarktinnovation steht, widerspricht die *FAZ* ihrer eigenen Unterstellung. Bei der Innovation geht es um die geplante Zulassung von Hedge Fonds in Deutschland im Jahr 2004. Der Artikel stammt vom September 2003, also aus einer Zeit, in der der Neue Markt bereits Geschichte war. Die Banken planen die Hedge Fonds auch für die breite Masse aufzulegen. Die *FAZ* klärt daraufhin über die Risiken von Hedge Fonds auf und kommt zu folgendem Schluss:

> „Wenn überhaupt, dann machen Hedge Fonds nur als Portfoliobeimischung Sinn – und auch dann erst, wenn das Portfolio eine gewisse Mindestgröße hat. Wer ein Vermögen von weniger als 100 000 Euro hat, sollte sich überhaupt keine Gedanken um Hedge Fonds machen, sagen selbst Fachleute. Und selbst diese Größe dürfte noch zu niedrig angesetzt sein. (…) Unter dem Strich spricht einiges dafür, dass die große deutsche Hedge-Fonds-Vertriebsbonanza nicht stattfinden wird. Und das bleibt auch zu hoffen. Als Investment sind sie für den privaten Investor und den institutionellen Investor attraktiv, doch als Massenprodukt sind sie genauso ungeeignet, wie es schon vor drei Jahren die Aktien des Neuen Marktes waren, zu denen Banken und Berater gerne dem breiten Publikum rieten. Auch damals hatte die Investmentbranche den Anlegern ein neues Zeitalter versprochen. Hoffentlich haben sie daraus gelernt.“[235]

Nebenbei urteilt die *FAZ*, dass die Aktien des Neuen Marktes generell nicht für die breite Masse geeignet waren und die Banken und Berater den Vertrieb der Aktien am Kundenschalter unterlassen hätten sollen. Manche Finanzmarktprodukte, so die *FAZ* sind nur für vermögende Investoren geeignet. Erklärt wird diese Analogie von Neuer-Markt-Fonds und Hedge Fonds in dem Artikel aber nicht.

Bleibt noch zu bemerken, dass auch die *FAZ* wie der *Spiegel* in der Kritik an den Emissionsbanken die doppelte und in sich widersprüchliche Kritik beherrscht, die anlegerschädliche Beratung aus dem Eigennutz der Banken zu erklären und zugleich auf das unerfahrene Personal hinzuweisen:

> Wer verfolgt hat, in welch geradezu unverantwortlicher Weise etwa am Neuen Markt selbst Werte, die bereits jenseits jeder Bewertungslogik notierten, zum Kauf empfohlen wurden, weiß, daß der Leuchtturm hier oft zum gefährlichen Irrlicht mutierte. Das mag auch daran liegen, dass besonders in diesem Segment oft frisch von der Universität kommende Absolventen eingesetzt wurden, deren Urteilskraft noch von keiner Erfahrung getrübt sein konnte, statt sie an den Werten der alten Ökonomie erst einmal üben zu lassen.“[236]

Einerseits ist die Beratung der Banken für die Anleger mangelhaft, weil die Analysten und Berater gezielt die Gebührenpolitik und die anderweitigen

[235] FAZ, 13.09.2003, S. 11.
[236] FAZ, 28.10.2000, S. 13.

Geschäftsinteressen der Banken in ihre Empfehlungen hinein reflektieren. Dies unterstellt Analysten und Berater, die dieses Geschäft beherrschen. Andererseits wird die für den Anleger mangelhafte Beratung der schlechten Ausbildung der Berater zur Last gelegt. Der Widerspruch wird freilich durch das „auch“ aufgelöst. Auf der einen Seite sind die Banken dafür zu kritisieren, dass ihre Beratung durch ihr Eigeninteresse nicht im Sinne des Kunden ist und auf der anderen Seite für ihre schlechte Personalpolitik.

1.4. Die FAZ – Relativierungen der Kritik

Mitte des Jahres 2001 fragt die *FAZ* ob „aus dem deutschen Kapitalmarkt eine Räuberhöhle geworden“ ist und gibt zu: „Dieser Eindruck mag sich angesichts der jüngsten Ereignisse aufdrängen.“ Allerdings fordert sie: „So einfach sollte man es sich nicht machen bei der Aufarbeitung der Geschehnisse. Natürlich schmerzen die Verluste, doch sollte das nicht den kritischen Blick trüben.“ Die Schuldsuche, die sie allseitig konstatiert, ist der *FAZ* zu undifferenziert und sie schreibt zum allgemeinen Thema Banken:

> „Der Vorwurf, daß Banken mit der Aktienhausse Geld verdient haben ist ebenso richtig wie naiv: Eine Bank ist keine Wohlfahrtseinrichtung, Geld verdienen ihr erklärtes Ziel. Solange es nur nach oben ging, hat das entweder niemand bemerkt oder es hat niemanden gestört.“[237]

Der Vorwurf, die Banken seien eigennützig auf Gewinn aus, ist der *FAZ* zu schlicht, und sie verweist darauf, dass dies das grundlegende Prinzip einer Bank ist. In der Hausse, also dem allgemeinen Kursaufschwung, ist das auch jedem Anleger Recht, in der Baisse dagegen fällt es ihnen auf. Dies, so die *FAZ*, ist keine vernünftige Form der Kritik und erklärt auch nicht die Krise des Neuen Marktes. Erschwerend kommt für die *FAZ* hinzu, dass der Kleinanleger auf die Banken angewiesen ist:

> „Was bleibt? Enttäuschte Anleger, verbrannte Millionen, die Erkenntnis, daß die Börse keine Einbahnstraße ist und die Hoffnung auf bessere Zeiten. Wer über den Tellerrand konjunktureller Verwerfungen hinaus blickt, wird feststellen, daß die langfristigen Gewinner am Aktienmarkt - wie banal - die wirklich soliden Unternehmen sein werden, Unternehmen mit guten, bewährten Produkten, mit einem festen Kundenstamm, mit stabiler Finanzlage. Wer traut sich zu, diese Unternehmen quasi nebenbei in seiner Freizeit zu finden, permanent zu verfolgen und seine Altersvorsorge darauf zu verwetten? Die Altersvorsorge ist zu wichtig, um sie nebenbei nach Feierabend in die Hand zu nehmen - deswegen werden viele weiter auf die Hilfe von Experten vertrauen müssen. Und bis zur Erholung der Kurse wird man sich daran erinnern, daß

[237] FAZ, 11.08.2001, S. 23.

> Aktien etwas für ausdauernde Anleger sind, und hoffen, daß Ausdauer früher oder später belohnt wird - derzeit wohl eher später.“[238]

Wegen der Altersvorsorge sind alle Bürger auf den Kapitalmarkt angewiesen, das hat die *FAZ* schon an anderer Stelle unterstrichen. Und dafür brauchen sie die Experten, denen sie gerade Misstrauen und haltlose Kritiken entgegenbringen. Später, wenn es wieder bergauf geht, da ist die *FAZ* sich sicher, werden sich auch die Anleger wieder an die wichtige Funktion der Bankexperten erinnern. Bis dahin ist für die *FAZ* aber eine differenzierte Sicht auf die Akteure und Instanzen notwendig. Mit den entgegengesetzten Interessen von Banken und Kleinanlegern, welche die *FAZ* immer wieder hervorhebt, müssen die Anleger leben, damit die Interessen sich auf lange Sicht produktiv füreinander auswirken.

Ein anderer bereits oben zitierter Artikel zum Thema Beratung enthält ebenfalls eine Aufzählung der Eigeninteressen der Bankberatung, welche diese in einen Gegensatz zum Anlegerinterinteresse bringen und endet sogar ohne eine harmonische Auflösung:

> „Der Kunde steht also nicht nur vor dem Problem, dass er den Vertrieb der Produkte bezahlen muß und zumeist nicht weiß, wofür er an wen Provisionen in welcher Höhe zahlt, er weiß auch und gerade deswegen nicht, ob er wirklich die optimale Beratung erhält. Eigeninteressen gibt es immer (…). Wer sich den versteckten Fallstricken der ‚kostenlosen’ Beratung entziehen will, wird auf eine gebührenfinanzierte Beratung zurückgreifen müssen. (…) Guter Rat ist und bleibt teuer.“[239]

„Guter Rat ist teuer“ wird gemeinhin dann gesagt, wenn eine Ratlosigkeit aufgrund einer scheinbar hoffnungslosen Situation konstatiert werden soll. Die *FAZ* ergänzt im Zusammenhang mit dem Thema Beratung diese Aussage mit der Modifikation, dass dies auch so bleiben wird. Damit muss ein moderner Bürger, der auf den Finanzmarkt angewiesen ist, umgehen und den Widerspruch aushalten. Dass die Bürger dabei keine Wahl haben, steht für die *FAZ* außer Frage.

1.5. Zusammenfassung der Kritik und Relativierung

Die Beratung in Sachen Fonds- oder sonstigem Aktienengagement war gemessen am Interesse der Anleger nicht objektiv. Diese Kritik teilen der *Spiegel* und die *FAZ*. Die Gebührenerfassung veranlasst die Berater, das Risiko eines neuen Engagements herunterzuspielen und zugleich einer langfristigen Positionierung des Anlegers

[238] FAZ, 11.08.2001, S. 23.
[239] FAZ, 16.05.2002, S. 13.

entgegenzuwirken. Für diese zweifelhafte Beratung erheben die Banken zu hohe Gebühren, welche die Renditechancen für die Anleger unverhältnismäßig schmälern. Weitere Anreize für eine mangelhafte Beratung entstehen für den *Spiegel* durch die Kreditvergabe zum Aktienkauf, in der die Banken eine zusätzliche Einnahmequelle haben und für die *FAZ* durch die Reflexion des Bankberaters auf anderweitige Investmenttätigkeiten der eigenen Bank.

Der *Spiegel* und die *FAZ* kritisieren die Banken für ihren Eigennutz, der das Vertrauen der Kleinanleger in den Finanzmarkt bzw. in den Neuen Markt zerstört und so zur Krise des Wachstumssegmentes beiträgt. Die beiden Medien trennen sich aber in der Auffassung, welchen Stellenwert der „Eigennutz" in der Erklärung des mangelhaften Beraterverhaltens einnimmt. Der *Spiegel* begründet das Verhalten in einer übertriebenen bzw. berauschten Einstellung zum Gewinn. In der *FAZ* fehlt ein solches besonderes Prädikat für den Bankzweck „Gewinn" und hält auch hinsichtlich der eigenen Kritiken eine Klarstellung für notwendig: Die Gewinnausrichtung einer Bank ist normal und kann daher nicht als Kritikpunkt gelten. Eine Kritik ist unvernünftig, wenn ohne Anlass zur Klage am selben Prinzip nichts auszusetzen ist, aber im Falle des Misserfolges, der Grund im Prinzip gesucht wird. Auf welche differentia specifica die *FAZ* im Gegensatz zum *Spiegel* hinaus will, ist der Zeitung nicht zu entnehmen. Vielmehr unterstreicht sie, dass die Anleger auf die Experten alternativlos angewiesen sind und deshalb mit den Widersprüchen der entgegengesetzten Interessen leben müssen.

In den Kritikpunkten der *FAZ* und des *Spiegels*, die Banken haben zu hohe Gebühren für eine Beratung erhoben, welche zu viele Kauf- und zu wenig Verkaufempfehlung enthalten haben, ist das Ideal einer objektiven Beratung zum Nutzen des Anlegers unterstellt. In der Regel lautet die Kritik, dass die Banken über das Risiko der Aktien des Neuen Marktes zu wenig aufgeklärt haben. Prinzipieller ist die Kritik der *FAZ* im Rückblick, wenn sie die Banken indirekt kritisiert, überhaupt die Aktien des Wachstumssegmentes den Kleinanlegern angeboten zu haben. Sie sagt, dass manche Finanzprodukte für Kleinanleger generell nicht geeignet sind und sortiert die Wachstumsaktien in diese Kategorie ein. Ein Argument für den Vergleich von Hedge Fonds-Produkten und ehemaliger Neuer Markt-Aktien fehlt allerdings.

Die *BILD* kritisiert die Wertpapier-Berater für ihre mangelhafte Prognosesicherheit, stellt aber weder einen Zusammenhang zur Krise des Neuen

Marktes her, noch liefert sie eine Erklärung für das Fehlverhalten.

2. Analyse: Vermittlung von Aktiengeschäften und Beratung als Ursachen der Krise?

Der *Spiegel* schreibt den Banken auch in ihrer Beratertätigkeit eine besondere Haltung zum Gewinn zu, sie sind berauscht. Wie in den vorherigen Kapiteln dargelegt, trennt er damit die schädliche Wirkung von dem Zweck der Banken. In dem Artikel, in dem die *FAZ* Mitte 2001 davor warnt, mit den Schuldzuweisungen nicht vereinfachend zu übertreiben, reagiert sie auf die obige Form der Kritik. Erstens ist der Gewinn das normale Geschäftsprinzip der Banken und zweitens ist in ihm nicht der Anspruch enthalten, allen einen Vorteil zu verschaffen.

Die Replik der *FAZ* auf die vereinfachende Schuldsuche geht aber an der Kritik gegen übertriebenes Gewinnstreben vorbei. Der *Spiegel* und zu späterer Zeit die *FAZ* selbst kritisieren mit dem Vorwurf der „Gier“ nicht den Gewinn selbst, sondern die besondere psychische Disposition zu ihm. Die *FAZ* entdeckt in ihrem Artikel Mitte 2001 in dieser Kritik den Angriff auf die Institution der Bank und deren Geschäftszweck „Rentabilität“ selbst und fühlt sich zur Verteidigung aufgefordert.

Der Argumentation der *FAZ* Folge geleistet wäre aber nun der neue Untersuchungsgegenstand für die Krise des Neuen Marktes die Rentabilität oder der Gewinn. Wenn alle schädlichen Folgen an dem Gewinnstreben der Banken festgemacht werden und die *FAZ* darauf hinweist, dass der Gewinn der genuine Zweck der Banken ist, dann wäre an diesem Geschäftsprinzip weiter zu denken, um die Krise des Neuen Marktes zu erklären. Dies macht die *FAZ* aber gerade nicht, weil der Hinweis auf die Normalität des Gewinns explizit als Entschuldigung gemeint ist. Sie baut auf den Respekt der vorgestellten Kritiker des Gewinns, denen die *FAZ* entgegen treten will. Dies macht die *FAZ* nicht zu Unrecht, schließlich bemühen sich diese, hier in der Form des *Spiegels* dargestellt, die schädlichen Konsequenzen von dem Zweck der Rentabilität zu trennen.

2.1. Zusammenfassung der Analyse

Für die *BILD* haben die Berater schlicht versagt, weil sie vor dem Einbruch des Neuen Marktes nicht gewarnt haben. Eine Ursache der Krise des Neuen Marktes wird darin aber nicht gesehen. Für den *Spiegel* und die *FAZ* haben die Banken und Fonds mit ihrer dem Anleger gegenüber mangelhaften Beratung und den überhöhten Provisionen die allgemeine Enttäuschung befördert und zur Krise des Neuen Marktes

beigetragen. Im *Spiegel* wird diese Kritik nicht durch andere Gesichtspunkte abgeschwächt oder zurückgenommen. Für die *FAZ* haben sich dagegen zwei Besonderheiten ergeben. Zum einen sieht sie sich aufgefordert, das Geschäftsprinzip der Banken in Schutz zu nehmen. Logisch folgt aus dieser Replik die Rentabilität selbst in das Zentrum der Krisenerklärung zu nehmen. Auf dem Wege der Unterstellung, dass ein der kapitalistischen Gesellschaft normales Prinzip nicht Grund der Krise sein kann, will sie dagegen gerade die Rentabilität aus der Debatte über die Krise des Neuen Marktes heraushalten. Zum zweiten ist das sehr späte Urteil der *FAZ* von Interesse, nach dem die Banken und Fonds, die Werte des Neuen Marktes gar nicht an die breite Masse der Anleger hätten anbieten sollen. Ein inhaltliches Kriterium für dieses Urteil fehlt in dem entsprechenden Artikel. Im Zusammenhang mit der Börsenregulation gehen die *FAZ* und auch der *Spiegel* auf das besondere Risiko des Neuen Marktes ein. Dort wird das Thema wieder aufgenommen.

VI. Die Tätigkeit der Analysten als Ursache der Krise

Die Analysten untersuchen die einzelnen Aktienwerte, Teilmärkte und den Gesamtmarkt. Ihre Analysereporte dienen in allen Bankgeschäften am Aktienmarkt als Grundlage. Die Fonds und Banken richten darauf ihre Eigengeschäfte aus. Die Emissionsbanken stützen sich auf die Reporte, wenn sie sich entscheiden, ein Unternehmen an die Börse zu bringen und die Emissionspreisspanne festlegen. Den Bankberatern dienen die Reporte zur Grundlage ihrer Empfehlungen an die privaten Anleger. Nicht zuletzt beruht die Medienberichterstattung über den Börsenverlauf und dessen Aussichten auf Analysen von Banken und Fonds. In den vorherigen drei Kapiteln war die Analyse immer auch Gegenstand der Kritik der Printmedien. In dem Kapitel über das Anlageverhalten der institutionellen Anleger wurde dargestellt, dass alle drei untersuchten Printmedien kritisieren, wie die Analysen implizit oder explizit zum Mittel der Kursmanipulation werden, wenn sie den Markt in Schwingungen bringen und der institutionelle Investor mit der entgegengesetzten Strategie einen Kursgewinn realisiert. Die *FAZ* und der *Spiegel* kritisieren außerdem die mangelhaften Emissionsanalysen, welchen sie u.a. eine bewusste Schönfärberei im Interesse der Emissionsprovisionen der Banken unterstellen. Die für den privaten Anleger mangelhafte Beratung der Banken und Fonds wird von allen Medien im selben Sinne kritisiert.

Darüber hinaus finden sich im *Spiegel* und in der *FAZ* eine Fülle von Kritiken, die sich allgemein auf die Analysten oder „Experten“ als schlechte Ratgeber beziehen, aber nicht konkret auf eine der vorher verhandelten Tätigkeiten bezogen sind. Insofern diese Kritiken neue Gesichtspunkte enthalten, werden sie in diesem Kapitel ausgeführt. Insofern sie eine Ähnlichkeit mit schon dargestellten Kritiken aufweisen, werden sie nur knapp in ihrer Systematik dargestellt. Dadurch wird die Logik der Kritik an den Analysen anschaulich gemacht, die in den vergangenen Kapiteln durch Vermischung mit anderen Kritikpunkten nur punktuell auftauchte.

Die bisherige Form der Darstellung wird in diesem Kapitel aufgegeben. Weil der Umfang an relativierenden Aussagen gering ist und die *FAZ* und der *Spiegel* sich in diesem Kapitel als thematisch identisch erweisen, werden diese beiden Printmedien zusammen abgehandelt. Im Anschluss wird an die wenigen Aussagen der *BILD* erinnert, ein neuer Punkt dargestellt und mit der ausführlichen Kritik der anderen

Medien verglichen.

1. Die Kritik an den Analysten und deren Relativierung in der FAZ und dem Spiegel

Aus den vorherigen Kapiteln lassen sich kurz die Mängel der Analysten zusammentragen: Gemessen daran, dass die Analysten mit ihren „Bewertungen eigentlich die Meinung eines unabhängigen Beobachters vermitteln sollen", haben sie in jeder Phase des Börsenverlaufs versagt.[240] Ihre Analysen waren nicht objektiv. Anstatt die Stimmung an der Börse mit ihren Analysen zu begründen oder aber zu kritisieren, haben sie die Stimmung geschaffen und sich zugleich von der Stimmung leiten lassen. So haben sie den Börsenhype angefeuert.[241] Sie haben entsprechend vor der Blase nicht gewarnt und auch im kritischen Börsenverlauf noch zu optimistische oder ziellose Tipps gegeben.[242] Sie haben Unternehmen zu falschen Investitionen gedrängt.[243] Die Kritik der Analysten findet überwiegend nach dem zweiten Crash im Herbst 2000 statt und hält bis ins Jahr 2002 an. Alleine der *Spiegel* fällt im Kontext des ersten Crashs im März 2000 in einem Artikel seine ersten deutlichen Urteile.

Als neue Gesichtspunkte sind die Gründe der mangelhaften Analystentätigkeit auszuführen und die Reflexionen der beiden Printmedien über generelle Schwierigkeiten in der Kapitalmarktanalyse.

Für die konstatierten Mängel bieten der *Spiegel* und die *FAZ* sich unterscheidende Begründungen an, die zum einen in dem mangelhaften Charakter der Analysten liegen und zum anderen in dem Interesse ihrer Auftraggeber, den Banken.

1.1. Mangelhafter Charakter der Analysten

Der *Spiegel* thematisiert das Verhalten der Analysten ohne den Bezug auf das Bankinteresse nur in zwei Artikeln:

---

[240] Spiegel, 15/2000, S. 101. Siehe auch FAZ, 23.09.2000, S. 25.

[241] Spiegel, 5/2000, S. 76; Spiegel, 15/2000, S. 101; Spiegel, 42/2000, S. 119 und 121f.; Spiegel, 50/2000, S. 83; Spiegel, 10/2002, S. 91f.; Spiegel, 42/2002, S. 104 und 106. Diese Aussage gilt auch für Fondsmanager, die Meinungsbildend aufgetreten sind: Spiegel, 10/2002, S. 91f. Für die FAZ siehe: FAZ, 21.01.2000, S. 25 und FAZ, 26.02.2001, S. 15.

[242] Spiegel, 50/2000, S. 82-84 und Spiegel, 10/2002, S. 91. Für die FAZ siehe: FAZ, 11.03.2000, S. 21; FAZ, 23.09.2000, S. 25; FAZ, 30.09.2000, S. 25; FAZ, 05.12.2000, S. 33 und 35; FAZ, 02.01.2001, S. 11; FAZ, 26.02.2001, S. 15 und FAZ, 17.03.2001, S. 25. Übertreibung nach unten: FAZ, 11.07.2001, S. 25.

[243] Spiegel, 49/2001, S. 98. Für die FAZ siehe: FAZ, 12.12.2001, S. 13.

> „Die Aussicht auf aberwitzige Gewinne und die mangelnde Kontrolle über den unübersichtlichen Markt lockt sie alle an: die Trickbetrüger, die mit falschen Meldungen Aktienkurse manipulieren. Die Firmenchefs, die mit kreativer Kraft ihre Bilanzen schönen. Die Banken, die nur den Börsengang und nicht das Wohl der Anleger im Auge haben; und jene Analysten, die in einer Mischung aus Ahnungslosigkeit und Dreistheit alle Firmen empfehlen, die auch nur entfernt mit dem Internet zu tun haben."[244]

In dieser Erklärung trennt der *Spiegel* die Analysten von den eigennützigen Interessen der Banken und erläutert ihre mangelhaften Analysen mit Ahnungslosigkeit und Dreistheit. Welchen Inhalt letztere hat, ist weder dem Zitat noch dem Artikel im Ganzen zu entnehmen. Mit der Ahnungslosigkeit wird den Analysten schlicht die Negativität ihres Berufsinhaltes vorgeworfen. Das lässt sich auch als Unfähigkeit ausdrücken:

> „Kritische Stimmen gab es, auf Grund des durchschlagenden Erfolges, praktisch überhaupt nicht mehr. Stattdessen zeichneten alle Experten – unfähig, eine Erklärung für den enormen Boom zu finden – das Bild von einer neuen Welt."[245]

Während in der obigen Aussage die Analysten den Börsenhype angefeuert und somit geschaffen haben, finden die Analysten bzw. Experten in diesem Urteil den Börsenboom vor. Obwohl ihr Beruf eigentlich die Erklärung des Börsenverlaufs ist, scheitern sie daran und weil ihr Beruf die Erklärung des Börsenverlaufs ist, erfinden sie die Geschichte einer Neuen Ökonomie.

Die *FAZ* begründet wie der *Spiegel* das Verhalten der Analysten in der Hauptsache ebenfalls mit der Interessensverquickung mit den Bankgeschäften. Nur zweimal unterscheidet sie explizit den Irrtum der Analysten vom Arbeitgeberauftrag:

> „Daß es bei den Analysten Interessenkonflikte gibt, daß es schwarze Schafe gibt und daß Analysten auch geirrt haben, ist unbestritten."[246]

Sie haben einfach geirrt. Diese Form der Erklärung geht natürlich über den zu erklärenden Vorwurf, sie haben mangelhaft analysiert nur insofern hinaus, dass sie die Mängel in Zufälligkeiten auflöst.

1.2. chinese wall

Im Gegensatz zu diesen Erklärungen des mangelhaften Analyseverhaltens stehen die Aussagen über die Interessensvermischung, die in den Analysen vorhanden sind. Die

[244] Spiegel, 42/2000, S. 121.
[245] Spiegel, 10/2002, S. 91.
[246] FAZ, 11.08.2001, S. 23 und FAZ, 05.12.2000, S. 33. Als „kollektiver Irrtum" gekennzeichnet in: FAZ, 11.07.2001, S. 25.

Analysten liefern keine objektiven Grundlagen für das Börsenengagement, sondern das Börsenengagement ihrer Auftraggeber reflektiert sich in den Analysen. Der *Spiegel* schreibt:

> „Ein Heer von professionellen Analysten schürt im Auftrag der Banken die Stimmung. Obwohl ihre Bewertungen eigentlich die Meinung eines unabhängigen Beobachters vermitteln sollen, geraten sie allzu häufig zu regelrechten Werbeschriften. Oft hat die Bank die porträtierte Firma zuvor selbst an die Börse gebracht. Oder sie wirkt als Kreditgeber und hat kaum Interesse, mit kritischen Anmerkungen die Firma zu schwächen. Nicht selten halten die Analysten sogar Aktien der Firmen, die sie beschreiben, ganz legal und mit Wissen der Bank."[247]

Dass die Analysten selber an der Wirkung ihrer Analysen mitverdienen, wird in einem weiteren Artikel hervorgehoben.[248] Generell und dauerhaft steht aber die Vermischung der eigentlichen Aufgabe der Analyse mit den Bankgeschäften aller Art im Vordergrund.[249] Ebenso urteilt die *FAZ*:

> „Auf Analystenseite ist nicht ein weiterer Ehrenkodex für die professionellen Marktauguren entscheidend, sondern vielmehr, daß Analysten nicht länger als verlängerte Werkbank für die Investmentabteilungen der Banken agieren, indem sie mit ihren Kaufstudien die Werbetrommel rühren."[250]

Im Unterschied zum *Spiegel* berichtet die *FAZ* nur über Anklagen gegen Analysten wegen Verdacht auf eigenständigen Insiderhandel, sieht darin aber keinen Beitrag zur Erklärung des Analystenverhaltens.[251]

Die Analysten werden vom *Spiegel* und der *FAZ* im Zusammenhang mit der „chinese wall" sogar entlastet:

> Spiegel: „Viele der Fehlanalysen haben auch System: Oft werden Analysten von ihren Arbeitgebern missbraucht. Von Unabhängigkeit kann keine Rede sein, auch wenn die Banken unbeirrt das Gegenteil behaupten."[252]
>
> FAZ: „Zwar gibt es die sogenannten "chinesischen Mauern" zwischen den Analyse-Abteilungen und den Investmentbankern. Die sollen Unabhängigkeit garantieren, wirken oft aber reichlich durchlässig. Denn will ein Analyst eine Aktie zum Verkauf empfehlen, wird er sich zweimal überlegen, ob er damit nicht den Interessen seines Arbeitgebers schadet. Immerhin will ein Analyst

[247] Spiegel, 15/2000, S. 101.
[248] Spiegel, 50/2000, S. 83.
[249] Spiegel, 42/2000, S. 119 und 121f.; Spiegel, 50/2000, S. 83-85; Spiegel, 1/2001, S. 82; Spiegel, 8/2001, S. 89 und 94f.; Spiegel, 14/2001, S. 114; Spiegel, 34/2001, S. 96-100; Spiegel, 42/2002, S. 104.
[250] FAZ, 11.07.2001, S. 25. Siehe auch: FAZ, 18.11.2000, S. 25; FAZ, 28.10.2000, S. 13; FAZ, 11.08.2001, S. 23; FAZ, 28.07.2001, S. 11; FAZ, 23.02.2002, S. 21 und FAZ, 06.03.2002, S. 13.
[251] FAZ, 19.12.2001, S. 27.
[252] Spiegel, 50/2000, S. 85.

> auch im eigenen Unternehmen überleben und seine Karriere nicht beenden - das ist allzu menschlich."[253]

Hier wird der Mangel der Analysten weder in ihren Fähigkeiten, noch in ihren eigenen Aktiengeschäften gefunden, sondern in der Form der Lohnarbeit und dem daraus entspringenden Dienstverhältnis. Den Inhalt des Dienstverhältnisses füllt der Arbeitgeber mit seinen Interessen. Während der *Spiegel* darin einen Missbrauch an den Analysten entdeckt, hebt die *FAZ* das positive Interesse der Analysten hervor, auf den Willen der Arbeitgeber einzugehen. Sie wollen überhaupt ihren Lebensunterhalt bestreiten und diesen durch die Beförderung des Wohlwollens der Arbeitgeber verbessern. Dafür muss jeder Mensch Verständnis haben, weil dies auch seiner eigenen Natur entspricht.

Eigentümlich ist noch folgende Erklärung des tendenziell positiven Analyseurteils der Analysten durch die *FAZ*:

> „Zudem machen sich Analysten durch Verkaufsempfehlungen bei den Unternehmen unbeliebt, über die sie berichten. Zu groß ist die Angst, danach vom Informationsfluß abgeschnitten zu werden."[254]

Damit die Analysten gute Analysen herstellen können, sind sie auf Informationen der Unternehmen aus erster Hand angewiesen. Ihnen zu schaden, könnte diese Quelle zum versiegen bringen. Die Reflexion des Analysten auf die Möglichkeit einer guten Analyse, macht dieselbe also zu einer mangelhaften.

1.3. Die immanenten Schwierigkeiten einer Analyse an sich

In der *FAZ* gibt es zahlreiche Hinweise und Ausführungen über Probleme, spezielle Unternehmen zu analysieren. Im Folgenden geht es nur um solche Aussagen, welche die Analyse generell vor falschen Erwartungen in Schutz nehmen sollen.

Bereits im Kapitel über die institutionellen Anleger wurde dargestellt, wie die *FAZ* in einem Artikel die Tätigkeit der Fondsmanager als eine Mischung aus Genialität und Glück bestimmt. In einem Vergleich mit einem Autoproduzenten soll die Unsicherheit des Fondsproduktes plausibel gemacht werden, eine Erklärung fehlt aber gänzlich.[255] In drei weiteren Artikeln geht die *FAZ* auf die generellen Probleme der Aktienanalyse bzw. –prognose ein:

---

[253] FAZ, 28.07.2001, S. 11.
[254] FAZ, 28.07.2001, S. 11.
[255] Siehe das Kapitel „Das Spekulationsverhalten der Großanleger als Ursache der Krise", S. 79.

> „Ärgerlich für die Anleger ist es, daß die Herabstufungen der Analysten an einem Tag erfolgen, an dem die Aktie zeitweise mehr als 40 Prozent verloren hat.“ (…) „Die späten Reaktionen der Analysten auf die Ereignisse bei EM-TV zeigen die grundsätzliche Schwierigkeit von Aktienanalysen und Aktienkursprognosen: Prognose ist ein schwieriges Geschäft.“[256]

Vor und nach dem Doppelpunkt steht derselbe Inhalt, der sich an den späten Reaktionen zeigen soll: Prognose ist schwierig. In dem Artikel findet sich keine Aufklärung über die Gründe der Schwierigkeiten, vielmehr werden verschiedene Kauf-, Verkauf, und Halteempfehlungen mit dem tatsächlichen Kursverlauf von EM.TV verglichen und teils Treffer und teils deutliche Abweichungen festgestellt. Zu bemerken ist, dass die *FAZ* die späten Reaktionen der Analysten als Beweis für die immanenten Schwierigkeiten der Analyse einführt. Es sei daran erinnert, dass für die *BILD* die späten Reaktionen der „Experten“ ihre Unfähigkeit und nicht die Schwierigkeit der Analysetätigkeit zeigen.[257]

In anderen Artikeln wird seitens der *FAZ* derjenigen Analystenkritik entgegen getreten, welche sich mit einem bloßen Vergleich der Empfehlungen und dem tatsächlichen Börsenverlauf begnügt:

> „Daß es bei den Analysten Interessenkonflikte gibt, daß es schwarze Schafe gibt und daß Analysten auch geirrt haben, ist unbestritten. Doch viel der Kritik an Analysten rührt auch aus Mißverständnissen über ihren Beruf her: Diese Tätigkeit hat wenig zu tun mit dem oft auf ein Wort verengten Blick des Privatanlegers - nicht das Anlageurteil, sondern der Inhalt der Studien ist für den Analysten das Entscheidende. Seine Analyse muß Hand und Fuß haben, sonst kann er in den Augen seiner Kunden längerfristig nicht bestehen.“[258]

Hier will die *FAZ* die Kritik an den Analysten auf eine differenzierte Ebene holen. Nicht die Anlageurteile, kaufen, verkaufen und halten, sind die Kriterien, an denen ein Analyst gemessen werden sollte, sondern am Inhalt seiner Analysen. Den Inhalt dieses Unterschiedes von Empfehlung und Analyse erfährt man in dieser Aussage und auch im Artikel nicht. Die *FAZ* behauptet erst einmal nur, dass eine Empfehlung im Nachhinein schlecht sein kann, die zugrunde liegende Analyse dagegen schlüssig. Mit ihren knappen Ausführungen setzt sie also nicht mehr als eine Idee eines Unterschiedes in die Welt, die es erlaubt, einen differenzierteren Blick auf die Analysten einzufordern.

Ausführlicher wird diese Idee von Michael Hüther von der DGZ-Bank erläutert,

---

[256] FAZ, 05.12.2000, S. 33.
[257] Siehe das Kapitel „Die Vermittlung von Aktiengeschäften und Beratung als Ursachen der Krise“, S. 113f.
[258] FAZ, 11.08.2001, S. 23.

allerdings im Zusammenhang mit allgemeinen Konjunktur- und Kapitalmarktprognosen:

> „Es darf daran erinnert werden, daß Prognosen keine Prophetie sind; es handelt sich um bedingte Vorhersagen künftiger Entwicklungen. Dies ist keine Ausrede, sondern ein Werben für mehr Realitätsbezug in der Prognosedebatte. Der Prognostiker sitzt nicht im Orakel, er versucht vielmehr im Lichte theoretisch fundierter Zusammenhänge, der Erfahrung konjunktureller Verläufe sowie struktureller Abhängigkeiten die aktuelle Datenlage in ein gesamtwirtschaftliches Bild umzusetzen. Annahmen sind dabei unumgänglich zu setzen: über das Verhalten der Wirtschaftspolitik, über exogene Größen wie den Ölpreis und die Dynamik des Welthandels. An den gesetzten Annahmen ist die Schlüssigkeit der Prognose zu prüfen – dort liegt die Güte der Vorhersage.“[259]

Die Gültigkeit der Vorhersagen, so Hüther, steht unter Vorbehalt, denn sie ist „bedingt“. Der Prognostiker setzt die vorhandene Datenlage in ein gesamtwirtschaftliches Bild um. Bei dieser Aussage ist unklar, ob Hüther behaupten will, der Analytiker erklärt auf Grundlage seiner schon vorhandenen Kenntnisse und Erfahrungen nur den gegenwärtigen wirtschaftlichen Zustand seines Analyseobjekts oder aber doch die zukünftigen Entwicklungsaussichten. Das Gelingen der Übersetzung eines Datenpools in ein Bild hängt für Hüther vom theoretischen Wissen, der Erfahrung und strukturellen Abhängigkeiten ab. Mit den letzteren ist wohl das theoretische Wissen über strukturelle Abhängigkeiten gemeint und dies ist nicht mehr von „theoretisch fundierten Zusammenhängen“ zu unterscheiden. Die Prognose hängt bislang also vom Datenpool, vom theoretischen Wissen und von der Erfahrung ab. Weitere Variabeln liegen in den Annahmen, über das zukünftige Verhalten der Wirtschaftspolitik, die Entwicklung des Ölpreises und die Dynamik des Welthandels. Die beiden letzten Annahmen sind dabei ebenfalls wirtschaftliche Entwicklungen, für die Analysen hergestellt werden. Die Prognose hängt also von anderen Prognosen ab. Diese Prognosen sind aber ebenso bedingt wie die ursprünglich ins Auge gefasste. Bei Hüther aber werden die Wirtschaftspolitik, die Entwicklung des Ölpreises und die Dynamik des Welthandels als Annahmen gesetzt, also nicht analysiert und erklärt. Und ausgerechnet an dieser Setzung soll dann die Schlüssigkeit und Güte der Vorhersage gemessen werden?

Auch Hüther erklärt nicht die immanenten Schwierigkeiten einer Analyse, sondern zählt eine Reihe von Bedingungen für die Analyse auf, um relativ dazu den von niemandem ernsthaft angestellten Vergleich mit göttlich inspirierten Propheten

[259] FAZ, 31.12.2001, S. 27.

abzuweisen. Im Gegenteil führt Hüther diesen Vergleich an, um daran zu zeigen: Auch Analysten sind Menschen und können nicht alles in der Welt berücksichtigen. Dass deshalb die Analysten auch nicht am Ergebnis, sondern an ihren Setzungen gemessen werden sollten, ist keine logische Folge seiner Argumentation, sondern ein Einfall von Hüther. Irgendeinen Gehalt muss er angeben, an denen die Analysten gemessen werden sollten, sonst steht am Ende noch das Urteil, Analyse sei ein überflüssiges Geschäft.

Neben dem bereits im Kapitel über die Emissionsbanken dargestellten Aussagen, problematisiert der *Spiegel* die Analyse in einem weiteren Artikel, der in die Boomphase des Neuen Marktes fällt.

> „Klar ist, dass die alten Bewertungsregeln, die vor allem Maschinen und Lagerbestand taxierten, sich nicht auf das Zeitalter der Informationsgesellschaft übertragen lassen. Da nämlich dominieren Service, Marketing und Erfindergeist, weshalb die Euphorie der Pioniere sich in den Aktienkursen durchaus wieder finden darf. Aber wo endet die durch privates Geld finanzierte Wirtschaftsförderung? Und wo beginnt der Wahnsinn? (…) Dass sich da auf dem steilen Weg nach oben eine Blase gebildet hat, ist mittlerweile deutlich zu sehen. Nur ihre Größe kann man leider nicht erkennen. Das Komplizierte ist ja, dass die Kernfrage – wie viel ist eine Firma eigentlich wert? – sich nicht sicher beantworten lässt."[260]

An Erfahrungswerten, also Vergleichen mit früheren Kursverläufen an anderen Börsen, schließt der *Spiegel* einerseits auf eine Börsenblase am Neuen Markt. Andererseits will er aber eine Differenz zwischen der New Economy und anderen Wirtschaftsgebieten festhalten und befindet daher eine gewisse Abweichung von bisherigen Bewertungsmaßstäben für gerechtfertigt. Aus diesen Überlegungen resultiert die Frage, welcher Teil der von anderen Börsensegmenten abweichenden Bewertung am Neuen Markt den gerechtfertigten Unterschied reflektiert oder aber bloß eine Übertreibung ist, also die Blase ausmacht. Der *Spiegel* fragt nicht nach der zukünftigen Kursentwicklung, sondern nach der Einschätzung des gegenwärtigen Kursniveaus.[261] In diesem Zusammenhang kommt der *Spiegel* aber auf ein viel prinzipielleres Problem. Die Frage nach dem richtigen Wert der New Economy-Unternehmen lässt sich alleine deswegen nicht sicher beantworten, weil die Frage,

[260] Spiegel, 5/2000, S. 77f.

[261] Allerdings stellt der Spiegel verwundert fest, dass trotz „ungezählter Daten" und „gewaltigen Computern" „Markt- und Konjunkturforschern immer seltener, präzise voraussagen, in welche Richtung – und vor allem: mit welchem Tempo – sich die Wirtschaft verändert." Spiegel, 27/2001, S. 80-82.

nach dem Wert einer Aktiengesellschaft an sich nicht sicher zu beantworten ist. Im Anschluss an diese Frage stellt der *Spiegel* zwei konkurrierende „Denkschulen“ vor:

> „Die ‚Theorie der begründeten Annahmen’, die mit mathematischen Formeln arbeitet und sich auf die Berechnung der künftigen Gewinne konzentriert, wird von jenen geschätzt, die sich vornehm Bankiers nennen. (…) Die anderen (…) berufen sich auf die ‚Theorie der Luftschlösser’, die eine psychologische Sicht der Dinge bevorzugt. Ihr wortgewaltigster Verfechter (und erfolgreicher Praktiker) war der Ökonom John Maynard Keynes.“[262]

In den Ausführungen wird nicht erklärt, warum die eine oder die andere Denkschule jeweils für sich den Wert einer Aktie nicht sicher bestimmen kann. Die „Denkschulen“ werden einfach gegenüber gestellt und darauf hingewiesen, dass beide praktisch erfolgreiche Anwender hatten, im Sinne erfolgreicher Börsenspekulation. Die Unsicherheit in der Analyse einer Aktie wird also nicht begründet, sondern mit dem Hinweis auf die Uneinigkeit der Wissenschaft bzw. der Praktiker nur plausibel gemacht.

1.4. Zusammenfassung: FAZ und Spiegel

In zwei Weisen haben die Analysten zur Krise des Neuen Marktes beigetragen. Sie haben den Hype mitverursacht, der den Crash in sich trug und sie haben durch ihre schlechten Analysen insgesamt das Vertrauen der Anleger verspielt.

Ihre mangelhafte Tätigkeit verorten beide Printmedien in verschiedenen Erklärungen. Zum ersten waren die Analysten in ihren Fähigkeiten eingeschränkt oder haben geirrt. Zum zweiten liegt der Grund in ihrer Interessensverquickung mit anderen Bankgeschäften. Diese hat ihre Grundlage in dem Lohnarbeitsverhältnis der Analysten, in welchem sie laut *Spiegel* „missbraucht“ werden oder aber nach der *FAZ* verständlicherweise auf die Interessen ihrer Auftraggeber achten. Eine untergeordnete Rolle dagegen spielt in beiden Printmedien die dritte Erklärung, nach der die Analysten ihre Position für Insidergeschäfte auf eigene Rechnung ausnutzten. In der *FAZ* ist darüber hinaus ein immanentes Drangsal der Analystentätigkeit ein vierter Grund für die auffällig positiven Reporte. Negative Analysen haben eine Informationssperre seitens der analysierten Unternehmen zur Folge und sind daher ein Hindernis für zukünftige Analysen.

Diese Erklärungen zusammengenommen, widersprechen sich. Wenn die Analysten anderweitige Bankgeschäfte oder ihre eigenen Interessen in ihre Analysen

[262] Spiegel, 5/2000, S. 78.

hinein reflektieren, dann haben sie nicht „geirrt“, sondern zielstrebig ihren Zweck oder den ihrer Arbeitgeber verfolgt. Die *FAZ* und der *Spiegel* lösen den Widerspruch durch ein gleichgültiges „auch“ auf.[263] Beide Gründe für das Verhalten der Analysten existierten einfach nebeneinander. Fünftens aber sind Analysen immanent mit Unsicherheit ausgestattet, so dass die *FAZ* auf eine differenzierte Kritik drängt. Warum dies so ist, erklären die Printmedien in den entsprechenden Artikeln nicht. Der Hinweis auf die immanenten Schwierigkeiten der Analyse stellt in Frage, ob die Fehlprognosen tatsächlich in der Unfähigkeit der Analysten begründet liegen.

1.5. Die BILD im Vergleich

Die *BILD* hält sich zunächst nicht mit differenzierten Erklärungen auf. Dass die Experten auf ganzer Linie versagt haben, hält sie umstandslos am Ende des Jahres 2000 fest.[264] Dass die Ratgeber oft ihre eigenen Interessen gegen die Ratsuchenden verfolgen, wird als Tatsache festgehalten, auf die die Kleinanleger besser Acht geben sollten. Zum Vorwurf macht sie diesen Sachverhalt nur im Einzelfall Bernd Förtsch, der unter Verdacht steht, seine Position als „Börsenguru“ für Kursmanipulationen ausgenutzt zu haben. Als Krisenerklärung firmiert das Verhalten der Analysten, Experten und Berater aber nicht.[265]

Am Ende des Jahres 2001 dagegen klärt auch die *BILD* ihre Leser über die immanenten Schwierigkeiten einer Aktienanalyse und daraus abgeleitete Investitionsstrategien auf. Die für die *BILD* ungewöhnlich lange Ausführung stammt aus der Reihe „Keine Angst vor der Krise“.

> „Heute schauen viele Anleger lieber gar nicht auf die Kurse. Manche haben 90% und mehr verloren. Was als ‚New Economy’ bejubelt wurde, liegt nun in Trümmern. Bitter. Kann es noch bitterer werden? Können selbst stocksolide Werte abkippen? NIEMAND kann es wissen. Jeder, der irgend etwas über kommende Börsenkurse aussagt, ist anmaßend oder ein Schwindler. (…) Es gibt bis heute keine Methode, die die Börsenentwicklung zuverlässig voraussagen könnte. Denn: Die Kursentwicklung kann von den Zinsen abhängen, muss aber nicht. Sinkende Zinsen sind eher besser als steigende. Die Kursentwicklung kann von der Wirtschaftslage abhängen oder ihr vorauseilen, muss aber nicht. Das Ende der Rezession ist für die Börsen eher besser als ihr Anfang. Immer ist die Kursentwicklung Folge von Anlegerentscheidungen (Kaufen? Verkaufen?). Immer laufen diese Entscheidungen in Wellen. Geht die Welle noch höher? Vielleicht hat es der eine oder andere ‚im Gespür’, wie ein erfahrener Kapitän auf hoher See. Aber Gefühle bedeuten niemals Sicherheit.

[263] Siehe oben FAZ, 11.08.2001, S. 23 und Spiegel, 50/2000, S. 85.
[264] Siehe das Kapitel „Die Vermittlung von Aktiengeschäften und Beratung als Ursachen der Krise“, S. 113f.
[265] Siehe das Kapitel „Das Spekulationsverhalten der Kleinanleger als Ursache der Krise“, S. 53.

> Die Angst vor einem neuen Börsensturz ist genauso unbegründet wie die Hoffnung auf den nächsten Höhenflug. Sich über künftige Kurse Gedanken zu machen, ist völlig sinnlos. Jeder kann dem Risiko der Börse sofort entkommen, indem er sichere Anlagen bei sicheren Kreditinstituten wählt. Warum also nicht das gute, alte Sparbuch?“[266]

Die Werte des Neuen Marktes liegen schon am Boden und die eigentliche Frage ist, ob man befürchten muss, dass auch die soliden Werte aus anderen Marktsegmenten einstürzen können. Die Antwort ist recht eigentümlich, wenn mit dem Hinweis, dass dies niemand wissen kann, die Angst davor unbegründet sein soll. Für dieses Kapitel ist aber die behauptete Unsicherheit jedweder Prognose und jeder Anlegerstrategie von Interesse. Eine Erklärung wird auch hier nicht gegeben. Vielmehr verweist der Artikel darauf, dass die Kursentwicklung von Zinsen und der Wirtschaftslage abhängen kann, aber nicht notwendigerweise. Die einzige Sicherheit besteht darin, dass Angebot und Nachfrage die Entwicklung der Aktienwerte bestimmen und diese sich in Wellenformen bewegen. Woher diese Wellen kommen und warum sie so unstet wie die See sind wird nicht weiter erklärt. Indem die *BILD* aber darauf verweist, dass bis heute keine zuverlässige Methode zur Bestimmung der Kursentwicklung vorhanden ist, stellt sie in Aussicht, dass dies möglich sein kann. Darin ist unterstellt, dass die *BILD* keine Notwendigkeiten in den Bestimmungen der Kursentwicklung entdeckt, welche eine sichere Methode a priori unmöglich macht.

Die *BILD* begibt sich mit diesen Aussagen in einen Widerspruch zu dem zuvor konstatierten Versagen der „Experten“, denn dieser Vorwurf impliziert, dass jemand in der Lage ist, die richtigen Empfehlungen zu geben. Regelmäßig kommen diese Experten in der *BILD* auch zu Wort und werden von ihr nach der zukünftigen Kursentwicklung befragt. Hier dagegen wird der Berufsinhalt der Analysten an sich für eine Anmaßung oder Schwindel bezeichnet.

2. Analyse: Die Tätigkeit der Analysten als Ursache der Krise?

a) Sowohl der *Spiegel* als auch die *FAZ* verorten die mangelhafte Qualität der Analysen und Empfehlungen im Lohnarbeitsverhältnis, in dem die Analysten zur Bank stehen. Die *FAZ* liefert in ihrer Erklärung *positive* Bestimmungen über die Interessen der beiden Seiten des Verhältnisses. Die Bank will, dass die Analysten die Reporte relativ zu den mannigfachen Bankgeschäftsinhalten ausrichten und beugen. Die Analysten kommen diesem Interesse der Bank nach, weil sie ihr Einkommen von

[266] BILD, 03.12.2001, S. 2.

der Befriedigung des Arbeitgeberinteresses abhängig wissen. Weiter kalkulieren die Analysten darauf, dass eine bessere Befriedigung der Geschäftsinteressen der Banken, ihnen in Zukunft ein höheres Einkommen bescheren wird.

Die *FAZ* nimmt aber das Lohnarbeitsverhältnis der Analysten nicht als neuen Gegenstand der Krisenerklärung auf, sondern nennt das Interesse der Analysten menschlich und will damit Verständnis für ihre Tätigkeit wecken. Komplementär zum Hinweis der *FAZ* im vorherigen Kapitel, nach dem die Rentabilität der normale Geschäftszweck der Banken ist, unterstellt die Argumentation der *FAZ* einen Adressaten, der die Tatsache, dass die meisten Menschen in dieser Gesellschaft auf Lohnarbeit alternativlos angewiesen sind, als ein unhinterfragbares Faktum behandelt.[267] Nur aufgrund dieser Unterstellung erhält diese Erklärung einen die Kritik abschwächenden Charakter und die Form einer Aufforderung, die Widersprüche der Börse auszuhalten anstatt sich von ihr abzuwenden, wie es z.B. die *BILD* ihren Lesern in einem Artikel Nahe legt.

Der *Spiegel* spricht von einem „Missbrauch“ der Analysten durch ihre Arbeitgeber. Auf beiden Seiten des Lohnarbeitsverhältnisses hält der *Spiegel* nicht die positiven Bestimmungen der Interessen des Arbeitgebers und -nehmers fest, sondern spricht in *negativer* Form von einem Vergehen. Wenn die Banken die Analysten beauftragen ihre Analysen auf die Geschäftsinteressen zu reflektieren, dann gebrauchen sie die Analysten, der *Spiegel* dagegen spricht vom Missbrauch. Der *Spiegel* führt also einen den Banken äußerlichen Maßstab ein, an dem sich die Banken vergehen. Er unterstellt der Analysetätigkeit einen eigentlichen Nutzen, die dem Analysten als Beruf inkorporiert sei. Wenn der *Spiegel* vom Missbrauch der Analysten spricht, dann ist die Verfügung der Banken über den Inhalt der Tätigkeit ihrer Angestellten unterstellt. Zugleich soll aber der Inhalt der Lohnarbeit und dem daraus entspringenden Dienstverhältnisses getrennt von den Interessen der Banken eine Existenz haben. Dieser Widerspruch in der Erklärung des *Spiegels* zeugt davon, dass er das Ideal einer Analyse, die alle Interessen in positiver Weise befriedigt, als Vorurteil pflegt und nur relativ zu diesem Ideal auf seine Erklärungen kommt. Sich selber und den Lesern erhält der *Spiegel* die Idee, von der auf die Börse bezogenen Bankentätigkeit als eine für alle produktive Institution, indem der tatsächliche schädliche Verlauf dieser Tätigkeit für die Anleger in der Willkür der

[267] Siehe das Kapitel „Die Vermittlung von Aktiengeschäften und Beratung als Ursachen der Krise“, S. 119.

Bankfunktionäre verortet wird.

b) Alle untersuchten Printmedien begründen das anlegerschädliche Verhalten der Banken, ihrer Analysten und Berater einerseits in einem stimmungsgeleiteten Fehlverhalten, andererseits in einem bewussten Ausnutzen der Anleger aus dem gewinnbestimmten Eigeninteresse. Beide Erklärungen schließen sich einander aus, weil der bewusste Bezug auf die Börse dem irrationalen entgegengesetzt ist. Der Widerspruch wird in den Printmedien durch ein „teils, teils“ aufgelöst, wenn sie ihre Erklärungen durch ein „oft“ oder „häufig“ einleiten. Die beiden Sphären, die sich aus der Verteilung der Erklärungen ergeben, werden in der *FAZ* und dem *Spiegel* durch ein „auch“ zu einander ins Verhältnis gesetzt, also gar nicht. Unvermittelt stehen sie nebeneinander, in der einen Sphäre an der Grenze des Gesetzes angesiedelte „Abzockerei“, in der anderen Sphäre die von der Stimmung angesteckten Börsenakteure.

c) Die *FAZ* beschreibt ein der Analystentätigkeit immanentes Drangsal: Damit die Analysten für ihre fundierten Untersuchungen an Informationen von den Unternehmen gelangen können, dürfen ihre Berichte nicht negativ ausfallen, weil sie in diesem Falle von den Unternehmen mit einer Informationssperre belegt werden würden. Der entsprechende Artikel hält diesen Umstand in einfacher Weise fest und sieht darin eine Ursache für die Schönfärberei innerhalb der Analysen.

Ihr Kriterium, nach dem man die Analysen an ihrer „Objektivität“ messen müsse, gibt die *FAZ* darüber aber nicht auf. Sie will die Analysetätigkeit weiterhin als Versuch bestimmt sehen, die aktuelle Lage der Unternehmen und ihre zukünftigen Chancen sowohl in der unternehmerischen Konkurrenz als auch in der Aktienwertentwicklung darzulegen. Zugleich wirbt sie mit der Erklärung über dieses immanente Problem für mehr Realismus in der Kritik der Analysten. Den Anspruch, die Analyse sollte objektiv sein, will die *FAZ* behalten, an der Realität messen will sie diesen aber nicht.

Auch die *FAZ* beherrscht wie der *Spiegel* hinsichtlich der Emissionsbanken in ihrer Erklärung der Krise des Neuen Marktes das Verfahren ein Ideal zu erhalten, indem man es durch seine Bedingungen entschuldigt.

d) Die Hinweise aller untersuchten Printmedien auf die prinzipiellen Schwierigkeiten, bestehende Aktienwerte oder deren zukünftige Entwicklung zu analysieren, stehen dem Maßstab der Kritik „objektive Analyse“ noch deutlicher entgegen. In den Artikeln, in denen die Schwierigkeiten angeführt werden, sind keine ausführlichen Erklärungen derselben vorhanden. Eine Ausnahme stellen die Ausführungen von Michael Hüther, DGZ-Bank, in der *FAZ* dar. Seine Aufzählung von Bedingungen, die aber selber in den Gegenstand der Analyse fallen, ist eine Tautologie. Der weitere Hinweis, dass Menschen keine Propheten sind, gehört in das Reich der theologischen Bescheidenheit. Dieses „Argument“ enthält keinen für die Aktienanalyse spezifischen Inhalt. Als Aussage der Ausführungen bleibt stehen, dass Analyse und Prognose ernsthafte Tätigkeiten sind, sie aber nicht am Erfolg gemessen werden sollten. Dieselbe Aussage enthält in expliziter Weise ebenfalls der eigenständige Artikel in der *FAZ*.

Auch in der *BILD* ist der interessierte Einsatz der Argumentation explizit. Da die Voraussage der Kursentwicklung prinzipiell unsicher sei, brauche sich der Leser keine Sorgen über einen weiteren Einsturz der Kurse machen, weil dieser nur möglich sei, aber nicht notwendig. Am Anspruch, eine sichere Berechnung sei möglich, hält die *BILD* dabei fest, wenn sie erklärt, dass es nur heute noch nicht möglich sei. Das Interesse an einer Berechnung bzw. sicheren Rechtfertigung von schon bestehenden Kursen ist im *Spiegel* der Anlass überhaupt über die Schwierigkeiten der Aktienanalyse zu reflektieren. Relativ dazu bedauert er, dass die Wissenschaft noch nicht so weit gereift ist.

Alle untersuchten Printmedien halten also die Analyse und Prognose für wünschenswerte und zugleich aktuell notwendig unsichere Tätigkeiten. Ihre Aussagen beruhen auf den unsicheren Ergebnissen der Wissenschaft, die sie nur zitieren, aber nicht näher erläutern. Den Widerspruch zu dem ansonsten üblichen Maßstab der Kritik - „objektive Analyse“ - reflektieren die Medien nicht. Der Widerspruch besteht zudem nicht nur innerhalb der Analystenkritik, sondern auch zu den in den vorherigen Kapiteln geäußerten Kritiken, die eine rationale Spekulation als Maßstab unterstellen.

e) Bereits im Emissionskapitel wurde anhand der *FAZ* auf die mangelhafte Beweisführung hingewiesen, welche die jeweiligen Börsenkurse zum Argument für

ein richtiges oder fehlerhaftes Verhalten der Akteure macht. Eine verwandte Beweisführung führen die *FAZ* und die *BILD* hinsichtlich der Analysten und kommen zu entgegengesetzten Resultaten. Dass die Analysen und Kaufempfehlungen der Banken im Jahr 2000 überwiegend nicht zutreffend waren, nimmt die *BILD* zum Beweis für die Unfähigkeit der Analysten und Berater. Die *FAZ* dagegen sagt, dass die späten Reaktionen der Analysten im Fall EM.TV die prinzipielle Schwierigkeit der Analysetätigkeit zeige. Beiden Aussagen muss entgegen gehalten werden, dass das Verhalten der Analysten und Berater für sich nichts beweist, weder deren Unfähigkeit, noch die prinzipielle Schwierigkeit der Analyse. Mit dem gleichen Recht könnte behauptet werden, dass die Übereinstimmung der Prognosen mit dem Kursverlauf während der Boomphase die damalige Fähigkeit der Analysten und die prinzipielle Machbarkeit sicherer Prognosen bewiesen habe.

2.1. Zusammenfassung der Analyse

Alle drei Printmedien werfen den Analysten vor in ihrer Aufgabe, die Börsenkurse zu erklären und deren zukünftige Tendenz zu prognostizieren, versagt zu haben. Dabei haben sie nicht nur einfach allen anderen Akteuren keine Hilfestellung bei ihren Tätigkeiten geliefert, sondern sie in ihrem stimmungsgeleiteten Engagement befördert. Soweit die Überwertung der Aktien am Neuen Markt der Grund der Krise war, haben sie dafür also einen eigenständigen Beitrag geleistet. Insofern aber das anlegerschädliche Insiderverhalten der Analysten für den Vertrauensschwund gesorgt hat, haben die Analysten die Krise des Neuen Marktes weiter verschärft. Dies heben die *FAZ* und der *Spiegel* hervor, während die *BILD*, trotz mehrfacher Hinweise darauf, in Hinsicht auf die Banken keine Krisenursache entdeckt.

Bereits in den Kapiteln zu den Großanlegern und den Emissionsbanken wurde auf den Widerspruch hingewiesen zwischen der Erklärung des Verhaltens der Akteure aus einem Fehlverhalten und dem grenzwertigen Betrug. Für die Analysten kommt ein zweiter Widerspruch hinzu, wenn alle Printmedien über die prinzipielle Unsicherheit von Analysen reflektieren. Analysen, die sich nicht bewahrheiten, sind dann nicht in einem persönlichen Versagen der Analysten begründet, sondern in der notwendigen Unsicherheit der Analyse. Beide Widersprüche werden von den Printmedien, wenn überhaupt, in der Form eines zusammenhanglosen „auch“ reflektiert.

In jeder der drei Erklärungen für sich, also Versagen, Insider und Unsicherheit der Analyse haben sich Widersprüche gezeigt, welche auf eine Idealbildung der Analystentätigkeit hinweisen. Allerdings verteilen sich diese Argumentationsweisen auf die verschiedenen Printmedien. Der *Spiegel* erhält sich das Ideal einer objektiven Analyse, indem er vom „Missbrauch“ der Analysten durch ihre Arbeitgeber, den Banken, spricht. Die *FAZ* klärt über die Notwendigkeit der Analysten auf, negative Analysen zu vermeiden, damit sie vom Informationsfluss nicht abgeschnitten werden. Die objektive Analyse als Zweck ist darin weiterhin unterstellt, wenn die äußerlichen schlechten Bedingungen angeführt werden. Letztendlich halten alle drei Printmedien trotz behaupteter notwendiger Unsicherheit der Analysen an der prinzipiellen Möglichkeit einer objektiven Analyse fest.

Im Gegensatz dazu steht die Erläuterung der „chinese wall“ in der *FAZ*. Wenn sie die Notwendigkeit der Durchlässigkeit in dem Lohnarbeitsverhältnis positiv begründet und dabei auf das allzu „menschliche“ Interesse der Analysten hinweist, dann bildet sie kein Ideal, sondern fordert Realismus. Die Interessenverquickung von Eigengeschäften der Bank und den Analysereporte ist notwendig und damit müsse man sich abfinden. Auf diese der *FAZ* eigentümliche Argumentation wurde bereits bei der Tätigkeit der Banken als Vermittler von Aktiengeschäften hingewiesen.

Die haltlose Beweisführung, in der die Empirie nicht erklärt wird, sondern selber als Beweis genommen wird, ist nicht nur dazu geeignet ein Versagen der Akteure vorstellig zu machen, wie die *FAZ* es scheinbar bei den Emissionsbanken und deren Emissionspreisbildung gemacht hat. Während die *BILD* in Zusammenhang mit der Beratung und Analyse dieselbe Beweisführung vorträgt, benutzt die *FAZ* diese tautologische Erklärungsweise in diesem Kapitel dafür, die Schwierigkeiten einer Analyse zu unterstreichen.

VII. Die Unternehmen als Ursache der Krise

Die Anleger und Banken haben mit ihrem Verhalten am Neuen Markt übertriebene Erwartungen aufgebaut, welche die Unternehmen nicht erfüllen konnten. In diesem Kapitel wird sich zeigen, dass die untersuchten Printmedien die Unternehmen dafür kritisieren, den Anlegern eine schlechte Spekulationsgrundlage geliefert zu haben. Ihre wirtschaftliche Tätigkeit genügte auch gerechtfertigten Erwartungen nicht. Zeitlich setzt diese Kritik einhergehend mit der ersten Insolvenz am Neuen Markt (Gigabell) und dem Crash im Herbst 2000 ein und hält bis ins Jahr 2002 an, in dem das Ende des Neuen Marktes als gesondertes Börsensegment beschlossen wurde. Neben der Kritik des Missmanagements, das vor allem von *BILD* und *Spiegel* in den Charakteren der Vorstände begründet wird, ist das anlegerschädliche Verhalten der Unternehmer in betrügerischer Absicht eine zweite Krisenursache in den Printmedien.

Während in der Kritik der Unternehmen bzw. Unternehmer Parallelen zwischen den untersuchten Printmedien zu entdecken sind, heben sie sich in den Formen positives Verhalten hervorzuheben oder die Kritik abzuschwächen voneinander ab. Daher wird in diesem Kapitel zur ursprünglichen getrennten Gegenüberstellung von Kritik und Relativierung der Kritik, die im vorherigen Kapitel aufgehoben wurde, zurückgekehrt.

1. Kritik der Unternehmen

1.1. Spiegel

Der *Spiegel* äußert bereits während des Börsenbooms in einigen Artikeln Skepsis bezüglich der wirtschaftlichen Aktivitäten der Aktiengesellschaften. Im Umfeld des ersten Crashs fällt die Kritik bereits in einem Artikel deutlicher aus. Mit den ersten Insolvenzen am Neuen Markt und dem einhergehenden zweiten Crash im Herbst 2000 beginnt die grundsätzliche Kritik an den Unternehmen, welche bis zum Ende des Neuen Marktes anhält. Welche Erklärungen bietet der *Spiegel* für die sich entwickelnde „deutsche Gründerwüste“?[268]

Unter dem Eindruck der ersten Insolvenz am Neuen Markt gibt der *Spiegel* folgenden Ausblick:

[268] Spiegel, 32/2002, S. 79.

> „Trotz der Chancen wird es allerdings in den nächsten Monaten weitere Entlassungen und Zusammenbrüche in der Online-Welt geben. Wie bei jedem Gründerboom wird ein Großteil der neuen Firmen die nächsten fünf Jahre nicht überleben, weil entweder das Management den Aufgaben nicht gewachsen oder das Geschäftsmodell untauglich ist."[269]

Wenn eine neue technische Entwicklung begleitet wird von vielen Unternehmensneugründungen, kann man mit einer Insolvenzwelle im großen Umfang rechnen, das zeigt für den *Spiegel* die Erfahrung aus historisch ähnlichen Prozessen. Als Grund für diese Regel gibt der *Spiegel* einmal die mangelnden Fähigkeiten der Unternehmensführer an und zum zweiten die mangelhafte Umsetzung der technischen Innovationen in eine rentierliche Form. Diese beiden Erklärungen fallen einerseits zusammen: Dass eine technische Erneuerung „trotz der Chancen" nicht in eine gewinnbringende Form gebracht wurde, lässt sich ebenso gut als mangelnde Fähigkeit des Managements ausdrücken. Andererseits kann man die Erklärungen auseinander halten, wenn man unterstellt, dass das Geschäftsmodell erfolgreich gewesen sein könnte, wenn das richtige Management es umgesetzt hätte oder wenn man unterstellt, dass das Geschäftsmodell an sich keinen Erfolg hätte haben können, auch wenn ein gutes Management es versucht hätte. Den letzteren Fall behauptet der *Spiegel* in einem Artikel im Mai 2001 für den Neuen Markt:

> „Im Sog der Internet- und Biotech-Revolution drängten zudem etliche Firmen an den Neuen Markt, die an einer Wachstumsbörse eigentlich gar nichts zu suchen haben: Klamottenhändler und Altenheimbesitzer etwa."[270]

Hier wird nicht bestritten, dass sich mit dem Kleidungshandel und Betreuung alter Menschen Geld verdienen lässt, sondern, dass in ihnen ein überdurchschnittliches Wachstumspotenzial vorhanden ist, welches ihre Notierung am Neuen Markt gerechtfertigt hätte. Diese Geschäftsmodelle sind nicht neu und aus der Erfahrung ist bekannt, welche Renditen im Durchschnitt mit ihnen zu erzielen sind. Aber auch Geschäftsmodelle, die im engeren Sinne auf Internet oder Biotech beruhen, wird ein überdurchschnittliches Gewinnpotenzial nachträglich abgesprochen:

> „Nach und nach entpuppte sich die Vision von globaler Marktführerschaft als Illusion, die Firmen müssen einräumen, dass sie ein zu großes Rad drehen wollten."[271]

Die Firmen in Deutschland brachten es höchstens zu Gewinnmargen, die auch in

[269] Spiegel, 41/2000, S. 125.
[270] Spiegel, 17/2001, S. 100.
[271] Spiegel, 17/2001, S. 100.

anderen Branchen üblich sind. Wenn überhaupt:

> „Schnell sprang diese (in den USA; H.K.) überbordende Begeisterung auf Deutschland über. Studenten brachen ihre Ausbildung ab, um bloß nicht diese historische Gelegenheit zu verpassen. Wagniskapitalfirmen investierten bereitwillig in Gründerteams, deren Geschäftsmodell im Wesentlichen darin bestand, an den Neuen Markt zu gehen.“[272]

Die Geschäftsmodelle waren in erster Linie darauf zugeschnitten, am Neuen Markt aufgenommen zu werden und nicht darauf, eigenständig Gewinne zu generieren. „Konzeptlosen Unternehmen wurden Mittel nachgeworfen (…).“[273]

Auf der anderen Seite werden die Managementqualitäten vom *Spiegel* deutlich in Frage gestellt. Ihre Mängel demonstriert der *Spiegel* an wirtschaftlichen Tätigkeiten, die er für Verfehlungen hält.

Einige Unternehmer haben erstens die Schwierigkeiten des Tagesgeschäfts unterschätzt. Die Bestellung der Artikel über Internet war zu mühselig und der Versand zu schleppend.[274] Diese Kritik ist nur in der ersten Hälfte des Jahres 2000 zu finden, die anderen Kritiken beginnen dagegen später und kommen dauerhaft vor.

Zweitens haben die Unternehmer andere Unternehmen übernommen, was der *Spiegel* als „teure Einkaufstouren zu Mondpreisen“ kritisiert und konnten dann die Folgen der Akquisitionen nicht bewältigen.[275]

Sie haben drittens überhaupt das Geld „verheizt“, ohne dass es zu Gewinnen kam. Dieser Vorwurf wird zunächst anhand einzelner Unternehmen und deren Managern vorgetragen, mündet aber im späten Rückblick in folgendem All-Urteil[276]:

> „Industriekapitäne alten Schlags mögen ihre einst blühende Firma mit geplatzten Immobiliengeschäften oder faulen Krediten in Schieflage gebracht haben. Eines aber haben sie sicherlich nicht: gezielt Gewinne vermieden. Bei ihren jungen Kollegen von der New Economy hingegen sehen die Insolvenzverwalter zuverlässig nur eine Konstante: Verluste vom ersten bis zum letzten Tag.”[277]

Die Geschäftspläne sind also keineswegs einfach nur nicht aufgegangen, sondern die jungen Unternehmer am Neuen Markt haben geradezu bezweckt, keinen Gewinn zu

---

[272] Spiegel, 17/2001, S. 98.
[273] Spiegel, 32/2002, S. 79.
[274] Spiegel, 3/2000, S. 99ff., und Spiegel, 27/2000, S. 90.
[275] Spiegel, 28/2001, S. 87. Siehe auch: Spiegel, 49/2000, S. 120; Spiegel, 28/2001, S. 87; Spiegel, 49/2001, S. 98 und Spiegel, 10/2002, S. 89.
[276] Für die Einzelfälle siehe: Online-Modehaus Boo.com und ihre Gründer Ernst Malmsten und Kasja Leander in Spiegel, 27/2000, S. 89; Gigabell und ihr „Chef“ David in Spiegel, 39/2000, S. 130; WWL Internet und Gründer Lindenberg in Spiegel, 10/2002, S. 89.
[277] Spiegel, 49/2001, S. 96. Siehe auch Spiegel, 3/2001, S. 88.

machen. Stattdessen haben sie viertens „luxuriöse Partys veranstaltet und waren mit Privatjets umhergeflogen“.[278]

Da in einem Unternehmen alle Tätigkeiten in der Buchführung ideell auf ihren gemeinsamen Zweck „dauerhaften Gewinn“ reflektiert und in Kohärenz gebracht werden, lassen sich die einzelnen Verfehlungen in der Kritik an einer mangelhaften Buchführung ausdrücken: „Die wussten nicht, wie hart man Geld verdienen, wie sorgfältig man rechnen muss.“[279]

Die Managementfehler erdet der *Spiegel* in dem Charakter der Gründer und Unternehmer. Bereits Anfang 2000 schätzt der *Spiegel* die Unternehmer der New Economy skeptisch ein:

> „Von Hype zu Hybris – nicht selten glauben gerade unerfahrene junge Gründer an die uneingeschränkte Genialität ihres Unterfangens. Sie unterschätzen, dass zum Erfolg mehr gehört als ein glitzernder Netz-Auftritt.“[280]

Sie überschätzen ihre Fähigkeiten und unterschätzen die Anforderungen aufgrund der mangelnden Erfahrung.[281] Die mangelnde Erfahrung wird in späteren Artikeln mit dem Hinweis unterstrichen, dass erfolglose Unternehmer „Studienabbrecher“ waren.[282] In zwei Fällen wird mit dem Hinweis auf die vorherige berufliche Tätigkeit die mangelhaften Managementfähigkeiten bebildert: Im Zusammenhang mit den „Pleitekandidaten“ Boo.com und Gigabell, verweist der *Spiegel* darauf, dass die eine Gründerin ein „Ex-Model“ ist, und vom „Geld-Vernichter“ Daniel David, „Gigabell-Chef“, weiß er zu berichten: „Daniel David tingelte als Schlagersänger durch die Lande. Den Frust spülte er mit Alkohol hinunter.“[283]

Ein weiteres Merkmal für den mangelhaften Unternehmercharakter liegt für den *Spiegel* im übertriebenen Gewinnstreben.

> „Mit dem Gang an die Börse sind die Gründer der Start ups – und mit ihnen viele Spitzenkräfte – sehr schnell sehr reich geworden. Die Aussicht auf das Geld hat zu viele angelockt, die besser keine AG gegründet hätten.”[284]

Am Neuen Markt konnte man sehr schnell reich werden und dies hat nicht nur einige

---

[278] Spiegel, 27/2000, S. 89 und Spiegel, 4/2002, S. 100f.
[279] Insolvenzverwalter Grub in Spiegel, 49/2001, S. 98. Siehe auch Spiegel, 49/2000, S. 120 und Spiegel, 10/2002, S. 89.
[280] Spiegel, 3/2000, S. 99.
[281] Siehe auch Spiegel, 3/2001, S. 88 und Spiegel, 49/2001, S. 98.
[282] Florian Haffa von EM.TV in Spiegel, 4/2001, S.100; allgemein in Spiegel, 17/2001, S. 98.
[283] Für Boo.com siehe Spiegel, 27/2000, S. 89. Für Gigabell siehe Spiegel, 39/2000, S. 130.
[284] Spiegel, 39/2000, S. 131.

unfähige Manager gereizt, sondern „zu viele“. Deren Einstellung zum Geschäft bezeichnet der *Spiegel* Anfang 2001 auch als „Geldgeilheit“.[285] Wie bei den anderen professionellen Börsenbeteiligten fehlt auch bei den Gründern und Unternehmern nicht der Hinweis auf die Schadens- und Nutzenbilanz:

> „Während die Kleinaktionäre in der Zwischenzeit ein wahres Vermögensmassaker erlebten, machten die Vorstände rechtzeitig Kasse.“[286]

> „Die Aussicht auf aberwitzige Gewinne und die mangelnde Kontrolle über den unübersichtlichen Markt lockt sie alle an: die Trickbetrüger, die mit falschen Meldungen Aktienkurse manipulieren. Die Firmenchefs, die mit kreativer Kraft ihre Bilanzen schönen.“[287]

In dem gewinnträchtigen Umfeld gepaart von „geldgeilen“ Unternehmern bleiben Ungereimtheiten nicht aus, welche an der Grenze zum Betrug angesiedelt sind. Die Bilanzen werden nicht mehr nur zur Kontrolle aller Tätigkeiten auf ihre Funktion für den dauerhaften Gewinnzweck aufgestellt, sondern auf deren Außenwirkung strategisch behandelt.[288] Die vom Neuen Markt vorgeschriebenen Ad-hoc-Meldungen, in denen die Unternehmen wichtige Nachrichten unmittelbar der Öffentlichkeit mitteilen müssen, werden von diesen ebenfalls als Mittel der Werbung begriffen.

> „Typische Ad-hoc-Meldungen sind Quartalsberichte, Übernahmen und deutliche Abweichungen von den Gewinnerwartungen. Viele Unternehmen benutzen die Ad-hoc-Meldungen mittlerweile als preiswerte Plattform für Reklame.[289]

Die Gewinn- und Umsatzerwartungen werden in diesen Pflichtmeldungen sehr optimistisch angesetzt, geplante Übernahmen, auch wenn sie erst im Kopf des Managements existieren, werden darüber angekündigt und ganze Aufträge werden einfach erfunden. Hier sieht der *Spiegel* eine weitere Ursache für die Krise des Neuen Marktes:

> „Der Vertrauensverlust in den Neuen Markt hat Ursachen, die über die Börsenflaute hinausgehen. Und die sind hausgemacht. Viele Firmenchefs haben ihre Anleger nach Strich und Faden belogen – behaupten Anwälte, die nun für ihre geschädigten Klienten die Verluste bei den Managern wieder eintreiben sollen. Stolz verkündeten die Unternehmen Aufträge, die es nie gab,

---

[285] Spiegel, 3/2001, S. 88.
[286] Hier bezogen auf den Fall EM.TV: Siegel, 4/2001, S.100. Im Fall FortuneCity siehe Spiegel, 42/2000, S. 127.
[287] Spiegel, 42/2000, S. 121.
[288] Siehe auch Spiegel, 11/2000, S. 113 und Spiegel, 15/2000, S. 101.
[289] Spiegel, 42/2000, S. 129. Siehe auch Spiegel, 28/2001, S. 87.

> präsentierten Gewinne in dreistelliger Millionenhöhe, die sich dann als Milliardenverluste entpuppten."[290]

Die Anleger haben kein Vertrauen mehr in den Neuen Markt, weil viele Unternehmer ihnen gegenüber unaufrichtig waren. Die von ihnen gelieferten Daten sind deshalb keine Basis mehr für eine Spekulation und die Anleger begegnen dieser Praxis mit zunehmender Abwesenheit am Neuen Markt.

Im Unterschied zu der Aussicht auf überdurchschnittlichen Gewinn, kennt der *Spiegel* auch die Not als Anlass zum Betrug:

> „In ihrer Not nehmen es viele Firmen mit der Wahrheit nicht sehr genau. Um den Kurs hoch zu treiben, schwindelte die Augsburger Informatec den Anlegern Großaufträge vor – jetzt kümmert sich die Staatsanwaltschaft um die Firma."[291]

Während in den meisten Artikeln des *Spiegels* das betrügerische Verhalten der Unternehmer in den Gewinnaussichten begründet wird, hält er in wenigen Artikeln dies Verhalten als Reaktion auf die sich verschlechternde wirtschaftliche Situation fest.

1.2. FAZ

Die Kritik der *FAZ* an den Unternehmern und deren Gründern bzw. Vorständen weist starke Parallelen mit derjenigen des *Spiegels* auf: Untaugliche Geschäftsmodelle, Managementfehler und Betrug sind die großen Themen. Im Folgenden wird dennoch eine getrennte und ausführliche Darstellung gegeben, weil die *FAZ* detaillierter auf die Probleme der Geschäftsmodelle und Strategien eingeht und damit neue Maßstäbe der Kritik an den Unternehmer einführt. Insofern sich aber die Kritik oder die Aspekte nicht vom *Spiegel* unterscheiden, wird nur kurz auf sie hingewiesen. Der Fußnotenapparat gibt in diesen Fällen einen Eindruck von dem quantitativen Stellenwert der jeweiligen Kritik.

Im Sommer 2000 gibt die *FAZ* im Zusammenhang mit den „Todeslisten"[292] zu, dass es „Wackelkandidaten" gibt, betont aber, dass man diese nicht überwerten solle: „In den seltensten Fällen erzielen junge Unternehmen von Anfang an Geld."[293] Vor dem zweiten Crash im Herbst 2000 sind es in zitierter Form die Schutzgemeinschaft

[290] Spiegel, 28/2001, S. 87. Siehe auch Spiegel, 3/2001, S. 88.
[291] Spiegel, 39/2000, S. 131. Siehe auch: Spiegel, 42/2000, S. 123.
[292] Siehe das Kapitel „Das Spekulationsverhalten der Kleinanleger als Ursache der Krise", S. 38.
[293] FAZ, 15.07.2000, S. 25.

der Kleinaktionäre (SdK) und die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW), die über „untaugliche Geschäftsmodelle“ am Neuen Markt klagen.[294] Erst nach dem Herbstcrash sagt die *FAZ* selbst, dass „(…) viele Unternehmen (..) weniger durch ihr Geschäftsmodell als durch eine von inhaltsleeren Anglizismen geprägte Selbstdarstellung (…)“ bestechen.“[295]

Angesichts der Tatsache, dass einige Firmen am Neuen Markt Insolvenz angemeldet haben, zieht die *FAZ* in einem Leitartikel im April 2001 eine ausführliche Bilanz:

> „Ob Gigabell, Teamwork oder Micrologica - die ersten Pleiten haben immer etwas Spektakuläres an sich. Das Spektakuläre verliert sich dann, wenn die Marktbereinigung fortschreitet. Dokumentieren aber diese Pleiten ein Scheitern der Neuen Ökonomie? Mitnichten. Die Ursachen liegen weniger in einem Webfehler der Neuen Ökonomie, sondern eher in altmodischen Fehlern in der Unternehmenspolitik - Fehler zu machen ist kein Privileg der Alten Ökonomie.“[296]

Hier wird die Gretchenfrage des Neuen Marktes aufgemacht: Ist die New Economy insgesamt ein aussichtsloses Projekt und damit auch das gesonderte Börsensegment Neuer Markt? Die *FAZ* verneint diese rhetorisch gestellte Frage und begründet die Pleiten in den Fehlern des Managements. Der beschwichtigende Charakter der Aussage, dass Fehler überall vorkommen, wird weiter unten behandelt. Zu den spezifischen Fehlern gehören zunächst solche, die das Geschäftsmodell und die Geschäftsstrategie betreffen:

> „In vielen Märkten gingen im Goldrausch der Neuen Ökonomie zahlreiche neue Unternehmen an den Markt, die sogenannten ‚Ich-auch-Anbieter’, die nur Geschäftsmodelle kopierten, anstatt Nischen zu besetzen.“

Gegen die Konkurrenz mit Unternehmen, die zum Teil mit Muttergesellschaften über bessere Vertriebswege und Kundenkontakte verfügten, konnten viele Firmen mit ihren Geschäftsmodellen nicht bestehen. Die Konkurrenz alleine soll die Insolvenzen aber nicht erklären, vielmehr wird den Unternehmern vorgeworfen, diese absehbare Konsequenz nicht beachtet zu haben. Sie haben ihren Geschäftsbereich falsch ausgewählt, anstatt sich rentable Nischen zu suchen. In diesem Zusammenhang stellt die *FAZ* positiv das spezifische Ziel eines Wachstumsunternehmens dar:

---

[294] SdK in: FAZ, 08.08.2000, S. 27; DSW in: FAZ, 27.09.2000, S. 31.
[295] FAZ, 11.10.2000, S. 17.
[296] FAZ, 04.04.2001, S. 17.

> „Monopolartige Marktstellungen wie Microsoft - das war auch eine der Verheißungen der Neuen Ökonomie. Gebetsmühlenartig wurde betont, wie wichtig es sei, der erste auf dem Treppchen zu sein - außer dem Marktführer, dem "Gorilla", habe kaum jemand Chancen. Diese Überlegungen haben Firmen wie Letsbuyit.com dazu bewogen, Millionen für das Marketing zu verbrennen - kurioserweise vor allem in den alten Medien. Die Idee war richtig, doch nicht zu Ende gedacht: Wer den Markennamen hat, kann in der Tat die Marktführerschaft an sich reißen. Doch viele Märkte in der Neuen Ökonomie hatten nur geringe Markteintrittsbarrieren. Hatte man das nicht auch den Unternehmen der Alten Ökonomie mit Blick auf das Internet gedroht? Jetzt werden diese Barrieren lässig von eingesessenen Markenunternehmen übersprungen - sie haben die Marke und das Geld, um das Rennen zu machen.“

Monopolstellung und damit überdurchschnittliche Gewinnraten waren ein Ziel der Unternehmen des Neuen Marktes. Dafür haben die Firmen viel Geld für Marketing ausgegeben, um über die Bekanntheit bei den potentiellen Kunden Marktführer zu werden. Die *FAZ* verweist aber darauf, dass die Bekanntheit nur eine Bedingung für die Monopolstellung ist. Auf der anderen Seite muss das Geschäftsfeld gegen finanzkräftige Neueinsteiger abgedichtet sein. Diese zweite Seite haben viele Firmen nicht beachtet und somit stellt ihr Werbeaufwand keine Investition dar, sondern ein Verbrennen von Millionen.

> „Doch das ist noch nicht alles: Nicht nur Markenname und Finanzkraft, auch das strategische Konzept entscheidet über den Erfolg in der Neuen Ökonomie.“

In den strategischen Konzepten entdeckt die *FAZ* weitere Fehler: Die Konzentration auf das Internet als einzigen Vertriebskanal ohne eine weitere physische Präsenz „ist wenig erfolgversprechend.“ „Die ausschließliche Finanzierung eines Unternehmens nur über Werbung - ein beliebtes Geschäftsmodell in der Neuen Ökonomie - hat sich als gefährlich erwiesen.“ Die größten Werbekunden stammen schließlich aus der New Economy selbst und damit ist eine hohe Ansteckungsgefahr vorhanden, wenn die Konjunktur erlahmt.

> „Ein weiteres Risiko für die pleite gegangenen Unternehmen war in manchen Fällen deren überzogene Akquisitionspolitik. Die Mittel aus dem Börsengang wurden mit vollen Händen ausgegeben zur Akquisition anderer Unternehmen. Doch wer statt auf organisches Wachstum auf zugekaufte Expansion setzt, hat rasch mit den Folgen zu kämpfen: Die neuen Unternehmen müssen integriert werden, Technologien müssen miteinander abgestimmt werden, die - gerade bei Technologieunternehmen so wertvollen - Mitarbeiter müssen gehalten werden.“

Wie der *Spiegel* kritisiert auch die *FAZ* die überzogene Übernahmepolitik der Firmen am Neuen Markt. Im Rückblick auf das Jahr 2001 wird in der Zeitung aus „manche“ Firmen, „viele Firmen“ und die *FAZ* sieht in diesem Fehlverhalten einen zentralen

Punkt für die „Kursmisere“:

> „Und wieder geht ein enttäuschendes Jahr für den Neuen Markt zu Ende: Rund 60 Prozent haben die Wachstumswerte im Frankfurter Wachstumssegment in diesem Jahr eingebüßt. (…) Die Kursverluste haben dazu geführt, daß das Interesse der Anleger am Neuen Markt spürbar nachgelassen hat. (…) Die Ursachen der Kursmisere liegen jedoch nicht nur in der konjunkturellen Flaute, die vor allem den Technologieunternehmen drastische Umsatzeinbrüche beschert hat, sondern auch in hausgemachten Problemen. Viele Unternehmen haben, ausgestattet mit dem billigen Geld aus dem Börsengang, dem Drängen der Banken, Berater und Anleger nachgegeben und teilweise ohne tiefere Strategie und Expertise expandiert.“[297]

Die Anleger sind enttäuscht von der Kursentwicklung und ignorieren das Börsensegment zunehmend. Dadurch wird der Kursrutsch verstärkt. Die im Jahr 2001 einsetzende allgemeine Wirtschaftskrise ist aber nur eine Ursache des wirtschaftlich erfolglosen Spekulationsmaterials, also der Unternehmen. Sie selber haben mit ihren Zukäufen, die sich nicht rentabel integrieren konnten, ihre wirtschaftliche Situation im negativen Sinne verstärkt. Dass sie von anderen Akteuren dazu gedrängt wurden, ist die eine Seite, die Seite der Kritik dagegen ist, dass die Unternehmer dem Drängen nachgegeben haben.

Die bislang dargestellten Kritiken, untaugliche Geschäftsmodelle, mangelhafte Geschäftsstrategien, zuviel Marketing und unüberlegte Akquisitionspolitik beginnen in der *FAZ* mit dem Herbstcrash 2000 und finden sich verteilt übers Jahr 2001 bis zur Jahresmitte 2002.[298] Entsprechend dauerhaft kommt die Kritik vor, die Unternehmen machen Fehler in der Buchführung und haben die „Kosten nicht im Griff“.[299] Häufig werden auch die nicht eingehaltenen Prognosen den Unternehmen als Mangel

---

[297] FAZ, 28.12.2001, S. 25.

[298] Für die Kritik „untaugliche Geschäftsmodelle“ siehe: Parkettgespräch mit Thomas Teetz, HSBC Trinkhaus & Burkhardt, in: FAZ, 08.12.2000, S. 25; FAZ, 24.03.2001, S. 25; Volker Potthoff, Vorstandsmitglied der Dt. Börse AG, in: FAZ, 21.07.2001, S. 25; FAZ, 22.12.2001, S. 21; DSW in: FAZ, 15.02.2002, S. 29; FAZ, 06.03.2002, S. 13; FAZ, 19.04.2002, S. 25. In denselben Artikeln finden sich in der Regel auch die Vorwürfe, „zu viele Akquisitionen“ und „zu viel Geld für Marketing“. Darüber hinaus finden sich letztere Kritikpunkte in: FAZ, 02.12.2000, S. 25; FAZ, 30.03.2001, S. 25; am Beispiel „Edel Music“: FAZ, 26.09.2001, S. 33; Parkettgespräch mit Sascha Hirsch, Deutscher Investment-Trust, in: FAZ, 30.11.2001, S. 31; Am Beispiel Telekommunikationssektor und UMTS: FAZ, 22.12.2001, S. 21 und FAZ, 14.09.2002, S. 9.

[299] Im Fall Metabox unklar, ob nicht auch wissentlich falsch bilanziert wurde: FAZ, 29.09.2000, S. 25; Am Beispiel EM.TV: FAZ, 08.11.2000, S. 31; Manche: FAZ, 21.10.2000, S. 13; FAZ, 05.12.2000, S. 17; Ein Fondsmanager und andere „Beobachter“ in: FAZ, 30.03.2001, S. 25; Medienexperten über die Medienbranche: FAZ, 30.05.2001, S. 33; Insolvenzverwalter über Gigabell: FAZ, 22.08.2001, S. 29 und Viele: FAZ, 20.04.2002, S. 33; Eine universitäre Studie stellt durchgängig schwerwiegende Mängel fest: 14.05.2002, S. 29; am Beispiel Softmatic AG: FAZ, 08.06.2002, S. 21 und DSW, in: FAZ, 13.02.2003, S. 21.

zugeschrieben.[300]

Alle Fehler oder Fehlentscheidungen werden dem schlechten oder überforderten Management zur Last gelegt.[301] Auf die mangelnde Erfahrung mancher Vorstände verweist die *FAZ* eigenständig nur in einem frühen Artikel, der zugleich aber betont, dass der überwiegende Anteil der neuen Gründergeneration aus gestandenen Unternehmern und Investmentbankern besteht.[302] Im späten Rückblick wird aber allen Vorständen, ob erfahren oder nicht, eine prinzipielle Fehleinschätzung vorgeworfen:

> „Für alle Beteiligten bleiben einige Lehren aus den vergangenen drei Jahren. Anleger und Unternehmensführer werden lernen müssen, daß Bäume nirgendwo in den Himmel wachsen und daß Risiko und Rendite weiterhin zwei Seiten einer Medaille sind.“[303]

Zusammen mit den Anlegern werden die Unternehmer dafür kritisiert, die Schranken der wirtschaftlichen Potenziale ignoriert zu haben.

Der übertriebene Drang nach Geld wird in der *FAZ* im Unterschied zum *Spiegel* nicht als Charakterfehler der Manager und Unternehmensgründer hervorgehoben, auch wenn der Gewinn durch den Börsengang, den die Unternehmensgründer einbehalten haben, in zwei Artikeln im Zusammenhang mit untauglichen Geschäftsmodellen und unerfahrenen Managern erwähnt werden. „Wenn die Altaktionäre Kasse gemacht haben“ und „die Goldgräber unter den Emittenten, die selbst für untaugliche Geschäftsmodelle Millionen kassiert haben“ lauten die beiden Nebenbemerkungen, mit denen die *FAZ* eigenständig auf den Zusammenhang von Gewinnstreben und Missmanagement hinweist.[304] Ansonsten wird diese Kritik der DSW und SdK überlassen, welche in der *FAZ* zu Wort kommen oder zitiert

---

[300] FAZ, 12.07.2000, S. 31; FAZ, 15.07.2000, S. 25; Indirekter Vorwurf des DSW, in: FAZ, 27.09.2000, S. 31; am Beispiel Metabox, in: FAZ, 29.09.2000, S. 25; DG Bank spricht von „einigen“, in: FAZ, 07.11.2000, S. 31; am Beispiel T-Online: FAZ, 01.12.2000, S. 25; FAZ, 02.12.2000, S. 25; FAZ, 02.12.2000, S. 25; Investmentbank sagt, Firmen sollten sich mit den Prognosen zurückhalten: FAZ, 07.12.2000, S. 16; Aktienstratege Teetz benennt die Korrektur der Umsatz- und Ergebnisprognosen als Grund für den Herbststurz des Neuen Marktes: FAZ, 08.12.2000, S. 25; FAZ, 23.12.2000, S. 25 und DSW, in: FAZ, 15.02.2002, S. 29.

[301] DG Bank, in: FAZ, 07.11.2000, S. 31; FAZ, 05.12.2000, S. 17; T-Online Vorsitzende über seine Branche, in: FAZ, 30.03.2001, S. 25; Michael Heise, DG Bank, in: FAZ, 16.07.2001, S. 27; DSW, in: FAZ, 23.03.2001, S. 25; Fondsmanager, in: FAZ, 30.11.2001, S. 31; FAZ, 12.12.2001, S. 13 und FAZ, 19.04.2002, S. 25.

[302] FAZ, 01.02.2000, S. 26. Siehe auch Fondsmanager Ochner in: FAZ, 04.08.2000, S. 25 und DSW in: FAZ, 27.09.2000, S. 31.

[303] FAZ, 07.06.2003, S. 11. Zuvor nur einmal als Zitat eines Medienexperten, der über diese Branche sein Urteil fällt: FAZ, 30.05.2001, S. 33.

[304] FAZ, 26.02.2001, S. 15 und FAZ, 02.03.2002, S. 25.

werden.[305] Mit der allgemeinen Wirtschaftskrise kritisiert die *FAZ* die Managementvergütung über Aktienoptionen, welche falsche Anreize für die Vorstände setzt. Diese Kritik ist aber nicht auf Neue Markt-Unternehmen beschränkt.[306]

Die Fehler der Unternehmer sind für die *FAZ* eine Ursache für die Krise des Neuen Marktes. Mitte 2001 kommt mit den sich häufenden Betrugsfällen eine zweite hinzu. Ende 2000 sieht sie darin noch keinen Grund, sich vom Neuen Markt abzuwenden:

> „(…) so unberechtigt die generelle Euphorie am Neuen Markt war, so unberechtigt ist jetzt die allgemeine Abwendung. Der Neue Markt hat viele Scharlatane angelockt, aber er hat auch vielen guten Unternehmen Geld gegeben. Sie können jetzt sinnvolle Konzepte mit Gewinn verwirklichen und lohnen daher auch weiterhin und vielleicht gerade jetzt ein finanzielles Engagement.“[307]

Die vielen guten Unternehmen überwiegen die vielen Scharlatane am Neuen Markt und deswegen, so die *FAZ*, bestehe kein objektiver Grund zur Sorge für die Anleger. Anders sieht die Einschätzung Mitte 2001 aus:

> „Erst war es die ‚Alte Ökonomie’, dann die ‚Neue’. Eine Reihe von Firmenpleiten, Beinahe-Bankrotten und Betrugsfällen hat die deutsche Unternehmensverfassung in Misskredit gebracht. Aufsichtsräte, die Vorstandsvorlagen leichtfertig abnicken; Wirtschaftsprüfer, die Milliardenlöcher übersehen; Manager, die mit geschönten Bilanzen und erfundenen Pflichtveröffentlichungen Anleger über den Tisch ziehen – mit den Kontrollmechanismen steht es offensichtlich nicht zum besten.“[308]

Nicht nur am Neuen Markt, sondern in der gesamten Unternehmenslandschaft gibt es eine Reihe von Betrugsfällen oder solchen Fällen von Bilanzpflege, welche an der Grenze des Regelwerkes oder der Gesetze liegen.[309] Zu den Maßnahmen der Unternehmen, die das Vertrauen der Anleger zerstören, gehört darüber hinaus der Missbrauch von Ad-hoc-Ankündigungen für Werbezwecke oder zur Täuschung.[310]

---

[305] DSW, in: FAZ, 18.03.2000, S. 25. SdK, in: FAZ, 08.08.2000, S. 27; FAZ, 30.04.2002, S. 31 und FAZ, 31.07.2002, S. 19.
[306] Siehe FAZ, 01.07.2002, S. 11 und FAZ, 03.07.2002, S. 11.
[307] FAZ, 05.12.2000, S. 17.
[308] FAZ, 09.07.2001, S. 13.
[309] Sdk, in: FAZ, 08.08.2000, S. 27; am Beispiel Informatec: FAZ, 15.09.2000, S. 25; FAZ, 11.10.2000, S. 17; am Beispiel EM.TV: FAZ, 09.12.2000, S. 25; FAZ, 30.03.2001, S. 25; FAZ, 11.07.2001, S. 25; FAZ, 12.09.2001, S. 33; FAZ, 06.03.2002, S. 13; am Beispiel Comroad: FAZ, 11.04.2002, S. 25; FAZ, 19.04.2002, S. 25; FAZ, 20.04.2002, S. 23; DSW, in: FAZ, 13.02.2003, S. 21.
[310] Am Beispiel Metabox: FAZ, 29.09.2000, S. 25; FAZ, 21.10.2000, S. 13; FAZ, 18.11.2000, S. 25;

Auch die Trennung von eigenen Aktienanteilen seitens der Gründer und Vorstände, sei es innerhalb oder außerhalb des Regelwerkes gehören für die *FAZ* zu den vertrauenszerstörenden Unternehmertätigkeiten.[311]

> „Die jüngsten Skandale um Comroad, Ceyoniq und Phenomedia haben den Neuen Markt in eine neue Krise gestürzt. Und Beobachter in den Banken und Fondsgesellschaften sind überzeugt, daß es in den kommenden Monaten weitere Betrugsfällen und neue Insolvenzen geben wird. (…) Analysten begründen die Schwierigkeiten der Unternehmen mit einem mangelhaften Management, großen Liquiditätsproblemen, die nur durch Zugriff auf die Substanz des Unternehmens kurzfristig behoben werden, und unprofitablen Geschäftsmodellen. Da die Wirtschaftsprüfer nach den jüngsten Skandalen Geschäftszahlen kritischer als zuvor prüfen, dürften nun die Problemfälle schneller an die Oberfläche gelangen. (…) ‚Es wird mehr Betrugsfälle geben. Denn einige Firmen werden ihre Probleme kreativer Buchführung zu verschleiern versuchen', sagt Jochen Mathee, bei Invesco Portfoliomanger (…).“[312]

Die andauernde Krise des Neuen Marktes ist steigerungsfähig, die Insolvenzen und aufgedeckten Betrugsfälle nehmen zu. Der zitierte Fondsmanager erklärt sich die anfallenden Betrugsfälle mit der Not der Unternehmen, ihren wirtschaftlichen Problemen und dem versperrten Kapitalmarkt. Er rechnet mit weiteren Skandalen, weil die Prüfung angesichts schon vorhandener Fälle genauer ausfallen wird. Überwiegend erklärt sich die *FAZ* die Betrugsfälle aber anders:

> „Die kriminelle Energie einzelner Vorstände und Aufsichtsräte schadet aber nicht nur dem Geldbeutel der betroffenen Anleger. Sie ruiniert auch das Ansehen des gesamten Marktsegments.“[313]

Kriminelle Energie der Unternehmer ist der Grund für ihr anlegerschädliches Benehmen. Einzelne Manager haben dadurch für die schließliche Existenzkrise des Neuen Marktes gesorgt. Im späten Rückblick auf das Börsensegment, nachdem seine Auflösung bereits beschlossen wurde, spricht die *FAZ* dagegen nicht nur von zahlreichen Fällen, sondern datiert sie sogar in den Börsenboom zurück:

> „Die Hausse der späten neunziger Jahre entsprang nämlich nicht nur dem im nachhinein naiv erscheinenden Glauben an eine New Economy. Der

---

am Beispiel EM.TV: FAZ, 06.02.2001, S. 33; FAZ, 18.06.2001, S. 17; FAZ, 11.07.2001, S. 25; FAZ, 12.12.2001, S. 13; FAZ, 06.03.2002, S. 13; FAZ, 20.04.2002, S. 23; DSW, in: FAZ, 13.02.2003, S. 21.

[311] FAZ, 02.06.2000, S. 25; am Beispiel EM.TV: FAZ, 20.01.2001, S. 25, FAZ, 30.01.2001, S. 15 und FAZ, 06.02.2001, S. 33; FAZ, 20.04.2002, S. 23.

[312] FAZ, 19.04.2002, S. 25.

[313] FAZ, 20.04.2002, S. 23. Siehe auch FAZ, 21.06.2001, S. 25 und FAZ, 11.07.2001, S. 25.

> Aktienboom bestand auch aus unzähligen Lügengebäuden, deren Ruinen jetzt nicht nur die Konkursrichter beschäftigen.“[314]

Der Börsenboom des Neuen Marktes verdankt sich nur zum einem Teil dem kollektiven, euphorischen Irrtum aller Beteiligten. Zahlreiche „Lügengebäude“ lieferten erst das Material anhand dessen sich die Euphorie entzünden konnte.

1.3. BILD

Während die Banken und die institutionellen Anleger in der Berichterstattung der *BILD* einen relativ geringen Raum einnehmen, ist die Beschäftigung mit den Unternehmen ähnlich umfangreich wie die mit den Kleinanlegern. Bemerkenswert ist dabei die Konzentration auf einzelne Unternehmen. Zeitlich beginnt die Kritik an den Unternehmen erst nach dem zweiten Crash im Herbst. Zuvor ist nur die Kritik am Börsengang von Infineon vorhanden, bei dem viele Kleinanleger nicht zum Zuge gekommen sind. „Infineon – Das macht die Kleinanleger richtig sauer! Bosse stopfen sich die Taschen voll.“[315] Relativ zum versagten Glück der Kleinanleger, klagt die *BILD* die Ungerechtigkeit des „Familien & Freunde – Programms“ an, mit dem sich die Vorstandsmitglieder die begehrten Aktien sichern.

Ab dem zweiten Crash im Herbst 2000 bis März 2001 wird in vielen kleinen Notizen berichtet, dass einzelne Unternehmen Insolvenz anmelden oder dass viele davon bedroht sind. Soweit dies erklärt wird, bleibt die *BILD* immer dabei stehen, eine Ursache zu nennen, wie Zahlungsunfähigkeit, Liquiditätsprobleme, Bilanzkorrektur oder rechtliche Probleme mit dem Geschäftsfeld.[316] Eine detaillierte Kritik der Geschäftsmodelle oder der Geschäftsstrategien, welche als Managementfehler ausgewiesen werden, fehlt in dieser Zeit gänzlich. Eine Ausnahme stellt der Bericht über den weiteren Kurseinbruch von EM.TV dar. Als Ursache gibt die *BILD* eine Gewinnkorrektur an. Der Grund dafür ist „laut Analysten“, dass „zu viele Firmenbeteiligungen (..) zu teuer gekauft“ wurden.[317]

Erst Mitte 2001 beginnt die *BILD* den Vorständen oder Gründern explizit ein

---

[314] FAZ, 10.12.2002, S. 9.

[315] 16.03.2000, S. 1. Siehe auch BILD, 11.03.2000, S. 2; BILD, 13.03.2000, S. 1f. und BILD, 14.03.2000, S. 2.

[316] Zahlungsunfähigkeit: Am Fall Teamwork: BILD, 04.11.2000, S. 2. Liquiditätsprobleme: Am Fall EM.TV besteht das Gerücht: BILD, 30.11.2000, S. 2; „Fast jeder zweiten am Neuen Markt (…) notierten Internet-Firma drohen Liquiditätsprobleme.“: BILD, 05.12.2000, S. 1; Gerücht bei Mobilcom: BILD, 08.12.2000, S. 2; allen Unternehmen der New Economy: 16.03.2001, S. 2. Bilanzkorrektur: Am Fall EM.TV: BILD, 10.10.2000, S. 2;
Rechtliche Probleme: Am Fall Letsbuyit.com: BILD, 30.12.2000, S. 2.

[317] BILD, 05.12.2000, S. 2.

Fehlverhalten zuzuschreiben. EM.TV und dessen Vorstandsbrüder Thomas und Florian Haffa dienen in der *BILD* als exemplarisches Material für die Unternehmens- bzw. Unternehmerkritik.

Im Zusammenhang mit dem Rücktritt von Thomas Haffa als Vorstand von EM.TV, schreibt sie unter der Überschrift „Was wird aus einem, der so viele Milliarden verliert?“:

> „Gott sei Dank! Die deutsche Wirtschaft hat wieder Bodenhaftung. Nach Jahren des Rausches jetzt Ernüchterung. (…) Nach Champagner bis zum Abwinken wird Wasser getrunken. Schlückchenweise. (…) Thomas Haffa, vom Erfolg verblendet, überzog. Sein Bruder Florian, auch munter und lebensfroh, überraschte vor Jahresfrist mit dem trockenen Bekenntnis, dass die Buchführung nicht stimmte. (…) Florian trat zurück. Der Kurs der EM.TV-Aktien zerbrach. Kopfschütteln löste die Meldung aus, dass Haffa heimlich eigene EM.TV-Aktien verkauft hatte, obwohl er das nicht durfte. Es gibt Klagen vor Gericht, die Staatsanwaltschaft wurde eingeschaltet. Viele halten Thomas Haffa für einen Betrüger – was für ein Sturz.“[318]

Der Kolumnist Franz Josef Wagner fügt auf derselben Seite hinzu:

> „Gestern traten Sie als Vorstandsvorsitzender von EM.TV zurück, geächtet und verlacht. Im Sinne der Menschen, die aufstehen, wenn der Hahn kräht, völlig zu Recht. Suchen Sie sich eine Arbeit, bei der Sie schwitzen.“[319]

Die Tatsache, dass Thomas Haffa gegen die Regeln des Neuen Marktes verstoßen hat, indem er seinen Aktienverkauf nicht meldete, ist für die *BILD* nicht der zentrale Gegenstand der Kritik. Vielmehr ist dies ein Aufhänger, um den Abstieg des Vorstandsvorsitzenden von EM.TV im öffentlichen Ansehen darzustellen. Der Hauptvorwurf an die deutsche Wirtschaft überhaupt, der an den Haffa-Brüdern exemplarisch dargestellt wird, ist die Selbstüberschätzung. Im Zuge des Börsenerfolges hat Haffa „überzogen“ und in bequemen Luxus gelebt, privat und als Unternehmer. Die Betonung des „Champagners“ und die Arbeit, bei der man schwitzt, als Therapievorschlag sollen die Idee vorstellig machen, der Niedergang des Neuen Marktes habe seinen Grund in der Hybris der Vorstände und Gründer.[320]

Der erste Prozesstag gegen die Haffa-Brüder Ende 2002 ist der *BILD* ein Anlass, das Thema zu modifizieren. Nicht mehr die Selbstüberschätzung ist der Gegenstand der Kritik, sondern die „Gier“:

---

[318] BILD, 26.07.2001, S. 2.
[319] BILD, 26.07.2001, S. 2.
[320] Siehe auch BILD, 15.11.2000, S. 2: „Aus den protzigsten Börsenbullen wurden kleine Mickeymäuse.“

> „Geld flog schneller als der Schall. (…) Inzwischen haben fast alle verloren. Und weil das nicht mit rechten Dingen zugehen kann, erst 100 Prozent gewinnen, dann 98 Prozent verlieren, steht Deutschlands große Gier jetzt vor Gericht. Die in der Gestalt der beiden Erzpriester der Geldgeilheit: Thomas (50) und Florian Haffa (37). Die Brüder waren die Herrscher bei EM.TV. (…) Fluch-Buchstaben EM.TV – was hat da nicht gestimmt? Florian hatte von Bilanzen Ahnung wie vom Lama-Melken. Er gestand schon vor 2 Jahren, ‚versehentlich ein paar Zahlen falsch gebucht zu haben' – abgelöst. Thomas soll der große Schurke sein. (…) Haffa erwarb Anfang 2000 Filme und Rechte zu Mondpreisen (…). Garniert mit dem Blendwerk des Erfolges. Riesen-Villa im Münchner Herzogpark, Häuser in den USA, Kitzbühl, auf Mallorca. (…) Sie sollen EM.TV schöngeredet haben, als der Absturz längst begonnen hatte (…). Thomas stieß heimlich 6 Millionen Aktien ab. Kurs: sechszigfach von heute. Das Haffa-Vermögen wird aktuell auf 3000 Millionen taxiert."[321]

In einem Artikel gelingt es der *BILD* anhand der Haffa-Brüder eine Zusammenfassung der detaillierten Kritik von *FAZ* und *Spiegel* zu machen: Sie haben zu teuer andere Unternehmen aufgekauft, mit ihrem Luxusleben haben sie die Anleger geblendet, die Buchführung war mangelhaft, der Buchführer unfähig. Sie haben die Lage des Unternehmens schöngeredet, sich selber aber gegen die Regeln des Neuen Marktes rechtzeitig ein Vermögen gesichert. Diese Taten haben ihren Grund in der Geldgier, die aber nicht auf die EM.TV-Vorstände beschränkt ist. Sie stehen exemplarisch für die Gier aller Unternehmer vor Gericht, aber auch für die Gier der Anleger, die sich den religiösen Führern („Erzpriester") Haffa angeschlossen haben.[322]

Bemerkenswert ist der Einstig des Artikels. Eine ökonomische Börsenphase, in der großer Erfolg zeitlich mit dem Niedergang eng verbunden ist, kann für die *BILD* nicht ohne Gesetzesbrüche von statten gehen. Damit hebt sie den Betrug, der am Neuen Markt vorhanden war, in den Rang eines Grundes für den Boom und den Niedergang. Unterstellt ist damit, dass gesetzestreue ökonomische Interessen den Verlauf des Neuen Marktes nicht erklären können.

Zwei Monate zuvor hat sie die Seiten noch getrennt:

> „Der ‚Neue Markt' war Spiegel der späten Neunziger Jahre: des Glaubens an endlosen technologischen Fortschritt und unersättlicher Gier. Im Frühjahr 2000 brachen die ersten Kurse ein, es wurde eine Lawine. Dazu: Insiderskandale, gefälschte Bilanzen, getürkte Umsätze und Pleiten."[323]

Der Boom verdankte sich einem Irrglauben über die Technik gepaart mit der Gier aller Beteiligten. Nachdem die Kurse eingebrochen waren, kommen erst die

[321] BILD, 05.11.2002, S. 2.
[322] Siehe die Kolumne „Post von Wagner", in: BILD, 05.11.2002, S. 2.
[323] BILD, 27.09.2002, S. 2.

Betrugsskandale hinzu und verstärken die Lawine.

Das Telekommunikationsunternehmen Mobilcom ist im September 2002 Gegenstand längerer Artikel und Aufmacher. Allerdings ist der Anlass dafür nicht dessen Notierung am Neuen Markt. Das Unternehmen wird zum Gegenstand der Debatte, weil die Bundesregierung mit Unterstützungskrediten einspringen will, nachdem sich France Telekom aus der Kooperation zurückgezogen hatte. Die zentrale Frage der *BILD* ist, ob mit den Bundesbürgschaften bloß ein Effekt hinsichtlich der anstehenden Bundestagswahl geschaffen werden soll und damit Steuergelder verschwendet werden. Unterhalb dieser Frage, welche die *BILD* mit der Form der Überschriften und zitierten Oppositionellen positiv beantwortet, trifft sie folgende Urteile über Gerhard Schmid:

> „Diese miese Lage hatte Mobilcom-Großaktionär und Ex-Boss Gerhard Schmid der Firma eingebrockt: Bei der UMTS-Versteigerung 2000 trieb er die Preise am schnellsten in Milliardenhöhe.“[324]

Der ökonomische Misserfolg von Mobilcom wird dem ehemaligen Vorstandsvorsitzenden zur Last gelegt, weil er sich am aggressivsten bei der Versteigerung der Lizenzen hervor getan hat. Dass er eine Fehlbesetzung war, drückt die *BILD* am nächsten Tag mit der Beschreibung seines luxuriösen Privatlebens aus, welches dem ökonomischen Misserfolges der Kleinanleger gegenübersteht.[325]

1.4. Zusammenfassung der Kritiken

Der *Spiegel* und die *FAZ* beginnen unter dem Eindruck des zweiten Crashs und den ersten Insolvenzen im Herbst 2000 mit ihrer grundsätzlichen Kritik an den Unternehmen bzw. Unternehmern. Im *Spiegel* sind zuvor auch schon kritische Anmerkungen vorhanden, die aber einen punktuellen Charakter haben. An der *FAZ* ist in diesem Zeitraum zu bemerken, dass sie sich bemüht, die guten Unternehmen relativ zu den schlechten herauszustellen.

Ab dem Ende 2000 herrscht in beiden Printmedien die Kritik an Managementfehlern vor. Sie liefern den Anlegern mit ihren mangelhaften Geschäftsmodellen und –strategien, welche nicht dem Maßstab einer Wachstumsbörse genügen, eine schlechte Spekulationsgrundlage und tragen damit einen Teil der Verantwortung für den negativen Börsenverlauf und das abnehmende

[324] BILD, 17.09.2002, S. 2.
[325] Siehe BILD, 18.09.2002, S. 2.

Interesse der Anleger. Im Frühjahr 2001, unter dem Eindruck erster Betrugsskandale, beginnt ergänzend die zweite Hauptkritik an den Unternehmern: Mit grenzwertigen oder gesetzüberschreitenden Tätigkeiten tragen die einzelnen oder viele Vorstände zum Vertrauensverlust der Anleger bei. Die FAZ erhebt dabei das betrügerische Verhalten der Unternehmen nicht nur zum Grund des sich verstärkenden Vertrauensverlustes während des Niederganges, sondern auch zum Beitrag des Börsenbooms.

Die *BILD* nimmt die Insolvenzen Ende 2000 ebenfalls wahr und berichtet über sie in kleinen Notizen. Als Erklärung bietet sie knapp eine Ursache, wie z.B. Zahlungsunfähigkeit an. Sie begründet diese Ursachen aber nicht in Fehlern des Managements. Erst Mitte 2001 trägt sie anhand von EM.TV eine explizitere Kritik an den Unternehmen vor, die in Fehlern und Charakterschwächen der Vorstände begründet wird. Mit den Hinweisen auf die Managementfehler und dem Betrug will die *BILD* zunächst die Hybris und im Jahr 2002 die Gier als Charakterschwächen der Vorstände verdeutlichen. Auch sie begründet damit sowohl den Niedergang als auch den Börsenboom.

Der *Spiegel* geht detailliert auf mangelhafte Tätigkeiten der Vorstände ein, führt aber ebenso wie die schlichter gehaltene *BILD*, die Fehler auf die Schwächen der Vorstände zurück: unerfahren, selbstüberschätzend und gierig. Die *FAZ* hebt sich trotz vieler Gemeinsamkeiten durch vier Besonderheiten ab:

1. Die mangelnde Erfahrung einiger junger Unternehmer wird nur zu Zeiten des Börsenbooms festgehalten, die Hybris und Gier stellt sie überhaupt nicht heraus. Vielmehr kritisiert sie die Fehleinschätzungen, nicht die falsche Selbsteinschätzung und hält den Zweck, Gewinn aus der historischen Sondersituation herauszuholen, in einfacher Form fest.

2. Die Präsenz von untauglichen Geschäftsmodellen wird in der *FAZ* eindeutiger dem Management zur Last gelegt. Es hätte diese Geschäftsmodelle von vorneherein als untauglich erkennen können.

3. Sie geht in ihrer Kritik der Vorstände auf das spezifische Ziel der New Economy-Unternehmen ein. Schnelles Wachstum durch Akquisitionen, hohe Ausgaben für neue Beteilungen und Werbung sind für die *FAZ* nicht per se zu kritisieren. Auf die Branchenauswahl und die Möglichkeit einer Monopolstellung kommt es für die *FAZ* an. Getrennt von dieser Einschränkung, sind aber auch in der

FAZ die Kritiken an überzogenen Akquisitions-, Werbe- und Präsentationspraktiken dauerhaft vorhanden.

4. Das massenhaft ausgemachte betrügerische Verhalten der Vorstände entspringt einerseits der Not, ist also eine Folge der schon gefallenen Kurse. In der *FAZ* wird diese Begründung aber nur zitiert. In der Hauptsache findet sie die Ursache in der kriminellen Energie der Vorstände.

2. Relativierungen der Kritik an den Unternehmen

Während die *BILD* ihre Kritik an den Unternehmern kaum abschwächt, sind im *Spiegel* und in der *FAZ* unterschiedliche Aussagen zu finden, welche die obigen Kritiken abschwächen oder ihnen sogar widersprechen. Im *Spiegel* sind vor allem die Urteile aus den Zeiten des Booms und des Ende des Jahres 2002 bemerkenswert, weil sie die zwischenzeitliche Kritik am Missmanagement der Vorstände konterkarieren. Die *FAZ* dagegen sticht in ihren Versuchen hervor, dem allgemeinen Pessimismus entgegenzutreten, indem positive Aspekte der Unternehmen hervorgehoben, externe Gründe ihres ökonomischen Misserfolges herausgestellt werden und dargelegt wird, dass Friktionen auszuhalten sind.

2.1. FAZ

Im Gegensatz zum *Spiegel*, der auf die zweifelhafte Karrierelaufbahn der jungen Unternehmer und Gründer hinweist, präsentiert die *FAZ* noch während des Booms ein anderes Bild:

> „In Deutschland herrscht Gründerzeit. Überall im Land werfen gestandene Manager, Banker und Juristen ihre sicheren Arbeitsplätze hin und gründen Internet-Unternehmen. (…) Diese neue Gründergeneration wird aber längst nicht mehr von den typischen Garagenunternehmern verkörpert, sondern hat ihre Wurzeln häufig in Elite-Universitäten, renommierten Investmentbanken oder Unternehmensberatungen.“[326]

Die neue Gründergeneration hat also die beste Ausbildung genossen, in renommierten Institutionen Erfahrungen gesammelt und selbst schon andere Unternehmen beraten oder geleitet. Unerfahrene Unternehmer sind zwar auch vorhanden, der erfahrene Anteil überwiegt aber.

Neben der Kritik an den erfolglosen Unternehmern hebt die *FAZ* in denselben Artikeln hervor, dass am Neuen Markt auch erfolgreiche Unternehmen vorhanden

[326] FAZ, 01.02.2000, S. 17.

sind:

> „(...) so unberechtigt die generelle Euphorie am Neuen Markt war, so unberechtigt ist jetzt die allgemeine Abwendung. Der Neue Markt hat viele Scharlatane angelockt, aber er hat auch vielen guten Unternehmen Geld gegeben. Sie können jetzt sinnvolle Konzepte mit Gewinn verwirklichen und lohnen daher auch weiterhin und vielleicht gerade jetzt ein finanzielles Engagement.“[327]

Im Herbst 2000 bringt die *FAZ* durchaus Kritiken an Unternehmen bzw. Unternehmern vor. Allerdings will sie die Kritik in ein maßvolles Licht gerückt wissen. Man soll aus der Kritik nicht den Schluss ziehen, vom Neuen Markt fern zu bleiben. Dagegen spricht der überwiegende Anteil an guten Unternehmen, die wegen der guten Aussichten eine Anlagemöglichkeit bleiben. Diese Argumentation wiederholt die *FAZ* Mitte 2001, allerdings sind aus den vielen Unternehmen mittlerweile nur noch „einige“ geworden.[328] Anfang 2002 wiederum hebt sie hervor, dass „die Besten der Branche jetzt die Früchte ihrer Arbeit“ ernten. Manche Unternehmen überraschen mit ihren Quartalszahlen und die Kurse ziehen an.[329]

In diesen Artikeln wird mit den Hinweisen auf erfolgreiche Unternehmen unterstrichen, dass ein Aktienengagement sich weiterhin lohnt, weil es dem Aktionär mittels Kursgewinnen oder Dividenden einen Ertrag einbringt. Daneben bringt die *FAZ* einen anderen Gesichtspunkt ein:

> „Bei der Diskussion um Kursgewinne oder Kursverluste wird vergessen, daß der Neue Markt nicht als Geldmaschine gedacht war, sondern als Refinanzierungsmöglichkeit für junge Unternehmen – die eigentliche Aufgabe einer Börse. Mittlerweile arbeiten rund 120 000 Beschäftigte rund um den Neuen Markt.“[330]

Wiederum will die *FAZ* einem übertriebenen negativen Urteil über den Neuen Markt entgegentreten. Diesmal werden aber nicht die Gewinnaussichten für Aktionäre vorgetragen, sondern im Gegenteil, die bloße Betrachtung des Neuen Marktes unter diesem Blickwinkel kritisiert. Der Neue Markt sollte junge Unternehmen fördern und das hat er auch getan. Das beweisen die Arbeitsplätze, die im Umfeld des Neuen Marktes entstanden sind.

> „Ohne den Neuen Markt hätte es in Deutschland in den vergangenen Jahren keinen Gründerboom gegeben, von dem zuvor kaum jemand zu träumen wagte. Nur dadurch gelang der deutschen Volkswirtschaft die Aufholjagd in wichtigen

[327] FAZ, 05.12.2000, S. 17.
[328] FAZ, 11.07.2001, S. 25.
[329] FAZ, 26.04.2002, S. 29.
[330] FAZ, 11.10.2000, S. 17.

> Schlüsseltechnologien des 21. Jahrhunderts. Nicht vergessen werden darf, daß in den Wachstumsunternehmen zahlreiche Arbeitsplätze geschaffen worden sind. Angesichts dieser Erfolgsgeschichte hat der Neue Markt eine zweite Chance verdient.“[331]

Anfang 2002 ist das Interesse am Neuen Markt weitgehend verschwunden. Die *FAZ* plädiert dagegen für eine zweite Chance, nicht wegen den Gewinnaussichten für die Aktionäre, sondern für die volkswirtschaftliche Leistung, die der Neue Markt trotz aller Kapriolen befördert hat.[332]

> „Die allgemeine Genugtuung ist nicht zu übersehen, daß die im vergangenen Jahr noch gefeierten Jungunternehmer, beileibe nicht nur am Neuen Markt, wieder zurechtgestutzt worden sind und die vermeintlich gute alte Zeit zurückgekehrt ist. Dabei kann sich gerade Deutschland nicht leisten, auf wagemutigen unternehmerischem Nachwuchs zu verzichten, auch nicht auf Manager, die im schumpeterschen Sinn schöpferische Zerstörung betreiben.“[333]

Die *FAZ* entdeckt in der allgemeinen kritischen Diskussion über den Neuen Markt einen sachfremden Impetus. Die Öffentlichkeit, die in allen Artikeln als unbestimmter Adressat angesprochen wird, treibt die Zufriedenheit über den Absturz der zuvor als überheblich aufgetretenen Gründer und Vorstände der Unternehmen. Dagegen ruft die *FAZ* zur verantwortungsvollen Diskussion auf. Die Verantwortung zeigt sich darin, dass man die Zukunft Deutschlands im Blick hat und Deutschland ist alternativlos auf junge Manager angewiesen. Dass in der unternehmerischen Tätigkeit vielerlei Friktionen vorkommen, liegt dabei in der Natur der zu affirmierenden Sache:

> „Das Staunen vieler Kritiker über schillernde Unternehmenspersönlichkeiten am Neuen Markt steht im Widerspruch zu den in vielen Sonntagsreden geforderten Gründerzeiten. Sollte nicht jeder, ob Sportlehrer oder Hochschulprofessor, die Chance haben, unternehmerisch tätig zu werden? Der unternehmerische Erfolg des Neuen Marktes ist aber eben nur die eine Seite der Medaille, die andere ist das Risiko des Scheiterns. Insofern sind der Fall Gigabell oder mögliche weitere Insolvenzen kein Weltuntergang, sondern normale Erscheinung unternehmerischer Tätigkeit. Auch der Umstand, daß erfolgreiche Geschäftsmodelle mehr oder weniger erfolgreich kopiert werden, ist nicht neu. Die meisten dieser Unternehmen, die lediglich bereits bestehende Geschäftsmodelle mehr oder weniger erfolgreich kopieren und überwiegend mit Selbstdarstellung statt Leistung glänzen, werden so rasch vom Markt verschwunden sein, wie sie gekommen sind. Insofern hat die Kurskorrektur auch ein Gutes: Nach der Korrektur, so glauben viele Analysten, werden

[331] FAZ, 06.03.2002, S. 13.
[332] Siehe auch FAZ, 12.12.2001, S. 13.
[333] FAZ, 01.09.2001, S. 13.

überwiegend Unternehmen am Markt sein, deren Geschäftsmodelle nachhaltig sind und Gewinne versprechen.“[334]

Gegen die Hinweise auf die eigentümliche Vergangenheit einiger Unternehmer, wie sie im *Spiegel* präsentiert wird, erinnert die *FAZ* an die ursprünglichen Hoffnungen auf den Neuen Markt. Relativ zu den früheren Plänen hält sie die gegenwärtige Unternehmerkritik für inkonsequent. Das Scheitern gehört als Möglichkeit zu jeder unternehmerischen Tätigkeit. Ebenso normal ist die Berechnung von Unternehmern sich dort zu engagieren, wo sich schon der Erfolg bei den zukünftigen Konkurrenten gezeigt hat. Der Markt oder die Konkurrenz betreibt dann eine Auslese, bei der die guten Unternehmen überleben. Nach dieser Seite hat die Kurskorrektur im Herbst 2000 auch etwas Positives.[335]

Die *FAZ* unterschlägt in allen diesen Artikeln die hohen Verluste für die Anleger nicht. Auch urteilt sie durchaus negativ über die unternehmerische Tätigkeit einiger bzw. vieler Vorstände. Noch deutlicher als der *Spiegel* legt sie die untauglichen Geschäftsmodelle und –strategien den Managern zur Last. Allerdings will sie einer möglichen Konsequenz dieser Kritik entgegentreten: Die Resignation vor dem Projekt, junge Unternehmen über die Börse zu fördern. Eine für die deutsche Volkswirtschaft verantwortliche Diskussion ist sich der Friktionen der Marktwirtschaft an sich und den spezifischen Friktionen einer Wachstumsbörse bewusst und hält sie aus.

Wie bei den vorherigen Akteursgruppen auch, findet sich in den Artikeln zur Unternehmenskritik der Hinweis, dass der Niedergang des Neuen Marktes sich nicht allein den Unternehmensfehlern verdankt, sondern ein kollektives Werk aller Beteiligten war.[336] Im Unterschied dazu stehen diejenigen Aussagen, welche für die wirtschaftlich erfolglosen Unternehmen ihnen äußerliche Gründe enthalten:

„Zahlreiche Ankündigungen, vielversprechender Kooperationen oder neue Arbeitsgebiete entpuppten sich als Luftblasen. Dies ist natürlich nur einer der Gründe für den Kursverfall. Manche Börsenneulinge haben schlicht ihre Hausaufgaben nicht gemacht, wurden von den Banken zu früh in einen Börsengang getrieben, haben nicht scharf genug gerechnet oder sind Opfer von Betrügern geworden. Hinzu kommen die externen Einflüsse, darunter der steigende Ölpreis, die sich in vielen Bereichen verschärfende Konkurrenz und der Kursverfall an den Leitbörsen in New York.“[337]

---

[334] FAZ, 11.10.2000, S. 17.
[335] Siehe auch: FAZ, 22.11.2000, S. 33 und FAZ, 04.04.2001, S. 17.
[336] FAZ, 26.02.2001, S. 15; Rolf Breuer in: FAZ, 04.09.2001, S. 31 und FAZ, 06.03.2002, S. 13.
[337] FAZ, 21.10.2000, S. 13.

Auf der einen Seite stehen die Geschäftsfehler, die den Vorständen zuzurechnen sind. Daneben gibt es den Unternehmen äußerliche Gründe, welche die wirtschaftliche Erfolglosigkeit und damit den Kursverfall erklären. Die Konkurrenz ist einer dieser äußerlichen Gründe.[338] Dies steht im Widerspruch zu der Kritik der *FAZ* an den Vorständen, sie hätten nicht auf die Markteintrittsbarrieren ihres Geschäftsfeldes geachtet. In dieser Kritik wird den Gründern gerade der Vorwurf gemacht nicht genügend auf konkurrenzabwehrende Schranken in der Auswahl der Geschäftsmodelle geachtet zu haben.

Die Kritik an den Banken, sie haben die jungen Börsenkandidaten zu schnell zum Börsengang gedrängt wurde bereits dargestellt.[339] Zusammen mit den übertriebenen Anlegerwartungen und ihrem undifferenziertem Spekulationsverhalten, ist der Druck des Finanzsektors ein weiterer äußerlicher Grund für den wirtschaftlichen Misserfolg der jungen Unternehmer.

Die übertriebenen Erwartungen der Anleger bzw. der Analysten werden zweimal in zitierter Form angeführt. Das erste Mal noch während des Booms:

> „Die Überwertung der Wachstumswerte gegenüber den anderen Titeln habe einen Höchststand erreicht, meinen Analysten. In den Kursen seien Gewinnerwartungen zu Grunde gelegt, die viele Unternehmen nicht erfüllen können. Eine Korrektur am Neuen Markt halten sie für sicher, doch wann sie beginnt, will niemand vorhersagen.“[340]

Die Notwendigkeit einer Kurskorrektur wird von den zitierten Analysten nicht in den ökonomischen Schwierigkeiten der Unternehmen gesehen, sondern in den unangemessenen Erwartungen der Anleger. Ende 2001 lässt die *FAZ* die Unternehmer selber zu Wort kommen, die sich folgendermaßen verteidigen:

> „Sie selbst geben gerne den Analysten Schuld, die sie in einer Weise gefordert hätten, daß Kurzatmigkeit gegenüber einer stetigen Entwicklung oftmals die Oberhand gewonnen habe.“[341]

Die *FAZ* lässt diese Verteidigung unentschieden stehen. In dem entsprechenden Artikel wird aber die Verantwortung aller Marktteilnehmer hervorgehoben. Die Kritik an den Unternehmern wird aufrechterhalten bei gleichzeitiger Kritik der Analysten, die ebenfalls ihr Verhalten ändern sollten.

---

[338] Für die Medienbranche siehe: FAZ, 08.11.2000, S. 31.
[339] Siehe „Die Emissionstätigkeit der Banken und die Wagniskapitalgeber als Ursachen der Krise“, S. 97.
[340] FAZ, 29.01.2000, S. 25.
[341] FAZ, 12.12.2000, S. 13.

Häufiger ist die Klage über die undifferenzierte Spekulation gegenüber erfolgreichen Unternehmen zu lesen:

> „Die Amerikaner sind den Deutschen im Internet schon wieder voraus: Sie haben die Chancen des Internets schneller begriffen, die Kurse der Web-Unternehmen früher hochgejubelt, aber auch früh wieder korrigiert. Und während in Deutschland noch Katzenjammer vorherrscht, sind die Amerikaner längst dazu übergegangen, Aktien von Unternehmen mit Substanz wieder zu kaufen.“[342]

Einige Unternehmer haben Fehler begangen, entsprechend ist ihr Kursverfall gerechtfertigt. Andere Unternehmen dagegen besitzen Substanz und leiden unter einer falschen Kollektivhaftung, welche die Anleger in ihrer undifferenzierten Sicht gegen sie durchsetzen. Diesen äußeren Druck konstatiert die *FAZ* Mitte 2000 im Zusammenhang mit den so genannten „Todeslisten“, nach dem zweiten Crash im Herbst 2000 und Mitte 2001.[343]

Als letzten äußerlichen Grund für den wirtschaftlichen Misserfolg führt die *FAZ* die Nachfrageschwäche bei einzelnen Produkten oder in bestimmten Branchen an.[344] Mitte 2001 geht dies über in die Besprechung des allgemeinen Konjunkturabschwungs:

> „Das Platzen der Blase an den Aktienmärkten ließ sich im Jahr 2000 mit der Erkenntnis erklären, daß zahlreiche Geschäftsmodelle der hochgelobten New Economy nicht funktionieren und sich Telekommunikationsunternehmen mit dem Erwerb zu teuerer Lizenzen für die dritte Mobilfunkgeneration (UMTS) übernommen haben. Im Jahr 2001 ging die Krise der Internet- und Technologieunternehmen in eine allgemeine Wirtschaftsflaute über.“[345]

Für das Jahr 2000 lassen sich noch spezifische Gründe der New-Economy für den wirtschaftlichen Misserfolg der Unternehmen finden. Im Jahr 2001 dagegen kommt der allgemeine Konjunkturabschwung hinzu. Es funktionieren in dieser Zeit weder die guten Unternehmen des Neuen Marktes, noch die Unternehmen in anderen Branchen, die nicht zur New Economy gehören. Angesichts des allgegenwärtigen ökonomischen Misserfolges findet die *FAZ* Gründe der schlechten Unternehmensverfassung, die nicht auf Unternehmerfehler zurückzuführen sind.

---

[342] FAZ, 11.07.2001, S. 25.

[343] Der Vorstandsvorsitzende von Letsbuyit.com, in: FAZ, 13.07.2000, S. 31; FAZ, 15.07.2000, S. 25; Uwe Flach, Vorstandsmitglied DG Bank, in: FAZ, 07.11.2000, S. 31; FAZ, 18.11.2000, S. 25; FAZ, 22.11.2000, S. 33; FAZ, 11.07.2001, S. 25.

[344] Nachfrageschwäche bei EDV-Gütern, in: FAZ, 05. 12.2000, S. 17; Branchenschwierigkeiten der Internetsoftwareanbieter, in: FAZ, 03.01.2001, S. 27; Nachfrageschwäche bei Filmlizenzen, in: FAZ, 30.05.2001, S. 33; Nachfrageschwäche bei CDs, in: FAZ, 26.09.2001, S. 33.

[345] FAZ, 22.12.2001, S. 21. Siehe auch: FAZ, 11.07.2001, S. 25.

Damit will sie aber explizit nicht ihre vorherigen Kritiken am Missmanagement zurücknehmen und löst den Widerspruch in ein „teils – teils“ auf:

> „Die Ursachen der Kursmisere liegen jedoch nicht nur in der konjunkturellen Flaute, die vor allem den Technologieunternehmen drastische Umsatzeinbrüche beschert hat, sondern auch in hausgemachten Problemen.“[346]

2.2. Spiegel

Wie bereits dargestellt, äußert der *Spiegel* bereits während des Booms Skepsis über den wirtschaftlichen Erfolg der Unternehmen am Neuen Markt. Komplementär zur Skepsis will der *Spiegel* ihnen aber auch die Möglichkeit des Erfolges nicht absprechen. Zum damaligen Zeitpunkt stand für den *Spiegel* fest, dass das „elektronische Netz (..) zur treibenden Kraft des Strukturwandels geworden“ ist.[347] Ob aber die neuen, jungen Firmen die neuen Geschäftsmöglichkeiten für sich nutzen werden oder aber gestandene Unternehmen, welche in den Onlinehandel einsteigen, ist für den *Spiegel* eine offene Frage. Auch die Frage nach den Arbeitsplätzen will der *Spiegel* nicht wie die *FAZ* eindeutig positiv beantworten. Im Gegenteil:

> „So schafft das Internet zwar unzählige neue Arbeitsplätze in Multimediaagenturen, Beratungsfirmen oder Online-Versendern. Aber es vernichtet auch Jobs, und zwar in noch größerem Stil, je mehr es seine rationalisierende Wirkung entfaltet.“[348]

Der *Spiegel* verfällt aber nicht in Fortschrittspessimismus, sondern hält den Siegeszug des Internets zunächst nüchtern als Tatsache fest. Er stellt sich auch nicht positiv hinter die Firmen des Neuen Marktes, spricht ihnen aber eine Chance zu. Wenn sie diese Chance nutzen wollen, folgen einige notwendige Schritte für die jungen Unternehmen, welche der *Spiegel* festhält:

> „Alle Wissen: Jetzt werden in allen Branchen die Claims abgesteckt, und da zählt jeder Tag. Immer schwerer wird es für die Online-Händler in der Masse aufzufallen. (…) Wer jetzt erst im Netz startet, muss Millionen ins Marketing stecken. Mehr als die Hälfte ihres Umsatzes, im Schnitt 58 Prozent, wenden Online-Firmen dafür auf.“[349]

Marketing ist nicht alles, aber eine notwendige Maßnahme. Die Benutzer- und Werbekunden müssen schnell und umfangreich auf das junge Unternehmen aufmerksam werden, damit das Geschäft überhaupt eine lohnende Aussicht erhält.

---

[346] FAZ, 28.12.2001, S. 25.
[347] Spiegel, 3/2000, S. 97.
[348] Spiegel, 11/2000, S. 114. Siehe auch Spiegel, 3/2000, S. 95.
[349] Spiegel, 3/2000, S. 99.

Die Aufmerksamkeit ist aus einem zweiten Grund eine zentrale Bedingung des möglichen Erfolges. Das notwendige Kapital erhalten die jungen Unternehmen von der Börse und auch hier gilt es nicht nur während des Börsenganges aufzufallen.

> „Die Börse liefert den Gründern den Treibstoff (...). Aktien sind die Währung, mit der sie ihre Kriegskasse füllen, um andere Firmen übernehmen zu können. Und Aktienoptionen, die vielleicht einmal ein Vermögen wert sind, dienen ihnen als Köder, um Mitarbeiter zu rekrutieren.“[350]

Neben dem eingesammelten Eigenkapital bei dem Börsengang gelten die Aktien im Besitz des Unternehmens oder der Gründer als zusätzliches Kapital. Das Kursniveau ist für das Unternehmen also von dauerhaftem Interesse.

> „Und wann immer ein Start-up mit seinem Angebot ins Netz geht, feiern die Gründer rauschende Launch-Partys, die nur einen Zweck haben: Aufmerksamkeit zu schaffen. Unsummen zahlen die jungen Bosse, damit Popstars wie The B-52‘s oder The Who auftreten und ein bisschen von ihrem Glanz auf die Gründer abstrahlt.”[351]

Vor dem zweitem Crash im Herbst 2000 benennt der *Spiegel* noch einmal den betriebswirtschaftlichen Zweck der Ausgaben für Werbung, Partys und Luxus: Bekanntheit, Aufmerksamkeit und Erfolgsrepräsentation. Nach dem zweitem Crash spricht der *Spiegel* von diesen Zwecken nicht mehr, sondern kritisiert die Maßnahmen als Geldvernichtung und als Unwille, Geld zu verdienen. Zeitlich verhält es sich genauso mit der Charakterisierung der jungen Unternehmer. Während der *Spiegel* mit den zunehmenden Insolvenzen auf die zweifelhafte Vergangenheit der Vorstände und Gründer eingeht, weiß er Anfang 2000 - ebenso wie die *FAZ* - noch über die Herkunft aus der Elite zu berichten:

> „Eine neue Gründergeneration ist im Aufbruch. Die jungen Unternehmer kommen von Elite-Universitäten wie der WHU bei Koblenz oder der EBS in Oestrich-Winkel, sie haben zwei, drei Jahre bei Beratungsfirmen oder Investmentbanken gearbeitet, ihnen steht der Weg offen, in Konzernen schnell auf der Karriereleiter zu klettern – doch stattdessen gründen viele lieber ein Start-up.“[352]

Die neue Generation ist zwar jung, hat aber ein Elitestudium und Berufpraxis in renommierten Institutionen absolviert. Wie oben dargestellt berichtet der *Spiegel* im selben Zeitraum über vorhandene unerfahrene Unternehmer und meint damit vielleicht diese Generation, weil sie nur zwei Jahre in beratenden Unternehmen

[350] Spiegel, 11/2000, S. 111.
[351] Spiegel, 31/2000, S. 57.
[352] Spiegel, 11/2000, S. 110.

gearbeitet, selber aber keines geführt habt. Dennoch steht diese Darstellung der Gründergeneration im Gegensatz zu späteren Hinweisen auf die Studienabbrecher, ehemaligen Schlagersänger und Modelltätigkeiten.

Während die *FAZ* neben ihrer Kritik an den Unternehmern immer wieder auf erfolgreiche Unternehmen verweist und vor allgemeiner negativer Übertreibung warnt, ist im *Spiegel* erst Ende 2002 wieder ein Artikel zu finden, der positives über die New Economy berichtet.

> „Die Internet-Wirtschaft, erst maßlos überschätzt, dann gnadenlos verhöhnt, feiert ein unerwartetes Comeback – allerdings in arg geschrumpften Format. (...) Nur wenige sind dem Kahlschlag entronnen – genau sie aber stehen jetzt vergleichsweise gut da. Die Überlebenden der neuen Wirtschaft legen zum Teil zweistellig zu, wichtiger noch: Sie schreiben schwarze Zahlen.“[353]

Der Artikel behandelt die wenigen erfolgreichen Unternehmen und vergleicht deren Geschäftspraktiken mit den ehemaligen Gewissheiten der New Economy. Dass die Geschäftsmöglichkeiten des Internets z.B. für viele Unternehmen Platz habe, hält der *Spiegel* für widerlegt. Auch dass der Online-Handel auf physische Zwischenhändler verzichten könne.

> „Damals waren alle versessen darauf, bloß nicht den ‚First-Mover-Advantage' zu verpassen, den vermeintlichen Vorteil also, als Erster mit der Geschäftsidee im Netz zu sein und als Pionier den Markt aufzurollen.“

Aber: „Manchmal sei es eben besser, Verfolger zu sein, statt an der Spitze zu stehen, meint der US-Zukunftsforscher Paul Saffo (…).'“[354]

Die erfolgreichen Unternehmen zeichnen sich überwiegend dadurch aus, dass sie nicht diejenigen der ersten Stunde waren. Unternehmen der zweiten oder dritten Generation konnten aufgrund besserer und billigerer Technik den Kunden zufrieden stellender bedienen. Andererseits sind diejenigen Unternehmen erfolgreich, welche die insolventen Unternehmen der ersten Stunde billig übernehmen konnten und relativ zum Kapitaleinsatz und den eigenen zusätzlichen Möglichkeiten jetzt rentabel arbeiten können. Auffällig ist an dem Artikel, dass der Neue Markt als Börsensegment in diesem Artikel nicht mehr erwähnt wird und dass die noch zwei Ausgaben zuvor geäußerten Kritiken am Missmanagement der jungen Unternehmer nicht vorkommen. Hinsichtlich der gescheiterten Gründer hält der *Spiegel* fest: „Sie

[353] Spiegel, 44/2002, S. 92.
[354] Spiegel, 44/2002, S. 93.

sind einfach zu früh gestartet, die Zeit war noch nicht reif.“[355]

Die Konkurrenz untereinander taucht auch im *Spiegel* als Ursache für den mangelnden wirtschaftlichen Erfolg auf.[356] Während die *FAZ* aber die Konkurrenzsituation einerseits als Fehlentscheidung der Gründer erklärt, andererseits als einen ihnen äußerlichen Grund der Geschäftsschwierigkeiten anführt, ist der *Spiegel* in diesen Hinsichten unbestimmt:

> „Das Handelsgeschäft (der Online-Händler; H.K.) hatte sich für alle als zu verlustreich erwiesen. Der dramatische Rückzug hat viele Gründe. Etliche Shopping-Seiten waren zu langsam und zu mühsam zu bedienen. Oftmals machten sich schlicht zu viele Firmen Konkurrenz, wie etwa ein halbes Dutzend Tierfutterläden. ”[357]

Die Konkurrenzsituation ist einer von vielen Gründen, warum das Geschäft sich nicht rentiert. Ob dies den Gründern als mangelhafte Voraussicht anzulasten ist oder nicht, lässt der *Spiegel* offen.

Der Druck seitens der Anleger als Ursache für Fehlentscheidungen wird ebenfalls erwähnt:

> „Da sind zunächst einmal die Gründer – junge Programmierer ohne Erfahrung im Wirtschaften, sagt Grub (Insolvenzverwalter; H.K.): ‚Die wussten nicht, wie hart man Geld verdienen, wie sorgfältig man rechnen muss.‘ (...) Und da sind auf der anderen Seite auch Aufsichtsräte und Aktionäre, Analysten und Journalisten. Sie alle drängten Brokat nach vorn, forderten Wachstum um jeden Preis, den schnellen Ausbau von Marktanteilen.”[358]

Auf der einen Seite bleibt die Kritik, die Unternehmer haben aus mangelnder Erfahrung ihre Fehlentscheidungen getroffen. Auf der anderen Seite wurden sie dazu von der Öffentlichkeit gedrängt.[359] Zuvor wurde schon dargestellt, dass der *Spiegel* die Werbe- und Repräsentationskosten nicht nur hinsichtlich der Kundenbindung, sondern auch hinsichtlich der Aufmerksamkeit des Finanzsektors für notwendig erklärt. Hier erklärt der *Spiegel*, dass der schnelle Ausbau des Unternehmens ebenfalls ein Anspruch der Anleger und Analysten war, den sie an die Unternehmen herangetragen haben. Die Ausgaben für die Übernahme anderer Unternehmen, ohne die ein schnelles Wachstum nicht möglich war, waren also nicht nur zur

[355] Spiegel, 44/2002, S. 93.
[356] Spiegel, 3/2000, S. 99ff.; Spiegel, 27/2000, S. 90; Spiegel, 39/2000, S. 131 und Spiegel, 14/2001, S. 118.
[357] Spiegel, 27/2000, S. 90.
[358] Spiegel, 49/2001, S. 98.
[359] Siehe auch: Spiegel, 42/2000, S. 123; Spiegel, 3/2001, S. 91; Spiegel, 10/2002, S. 89.

Kundengewinnung notwendig, sondern auch für die Befriedigung der Kapitalmarktansprüche. Diese Ansprüche stellten sich rücksichtslos zur wirtschaftlichen Tätigkeit der Unternehmen und haben so ihren Beitrag zu den „Mondpreisen“ bei Übernahmen und den nicht zu bewältigenden Integrationsfolgen geleistet.

Im *Spiegel* spielt der Konjunkturverlauf zwar in allgemeinen Artikeln über das weltweite Börsengeschehen eine Rolle, aber im direkten Zusammenhang mit den Unternehmen des Neuen Marktes nicht. Alleine in zitierter Form kommt hier diese Erklärungsweise vor.[360]

2.3. BILD

Ein Urteil der *BILD*, das einen relativierenden Charakter hat, ist bereits oben angeführt worden. Die Unternehmer haben sich mit Geldgier hervorgetan, aber keineswegs sie alleine. Ansonsten finden sich nur im Zusammenhang mit der Telekom und einmal mit Mobilcom einige Themen, die auch im *Spiegel* und in der *FAZ* Gegenstand sind:

1. Die Konkurrenz wird als ein Grund für den Misserfolg der Telekom angegeben. Der Preiskampf im Netz sorgt für geringe Gewinnmargen und die Konkurrenz um die UMTS-Lizenzen verlangte einen hohen Aufwand.[361]

2. Gerhard Schmid von Mobilcom macht Zocker für den Kursverfall seines Unternehmens verantwortlich.[362]

3. Ron Sommer von der Telekom macht 2001 den „Branchentrend“ für den Kursverlust des Unternehmens verantwortlich und weist damit Fehler seinerseits von sich.[363]

Die Konkurrenz, der Druck durch den Finanzmarkt und die Konjunktur kommen als Themen im Zusammenhang mit wirtschaftlichem Misserfolg vor. Allerdings in zwei Fällen nur in zitierter Form und insgesamt als knappe Aussagen.

4. Den Rücktritt von Ron Sommer 2002 bewertet die *BILD* als positives Charaktermerkmal des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden. „Dieser Rücktritt fordert Respekt! (…) Schließlich hat er aufgegeben – um das Markenzeichen T nicht zu

[360] Spiegel, 2/2001, S. 70; Spiegel, 27/2001, S. 88-90; Spiegel, 35/2002, S. 97-98 und Spiegel, 45/2002, S. 106-111.
[361] BILD, 25.08.2000, S. 2.
[362] BILD, 08.12.2000, S. 2.
[363] BILD, 15.02.2001, S. 2.

beschädigen."[364] Zwar handelt es sich hierbei nicht um ein Lob seiner unternehmerischen Tätigkeit. Aber die *BILD* spricht damit aus, dass es zur Aufgabe eines Vorsitzenden gehört, die Schuld für den Misserfolg auf sich zu nehmen, um dadurch das Amt bzw. das Unternehmen zu ehren.

2.4. Zusammenfassung der Relativierung der Kritik

Die *FAZ* und der *Spiegel* haben thematische Schnittstellen, welche aber mit verschiedenen Inhalten gefüllt sind. Dies verdankt sich der affirmativen Stellung zu den jungen Unternehmen seitens der *FAZ* und der Distanz seitens des *Spiegels*. Dieser spricht den jungen Unternehmen am Neuen Markt durchaus Chancen zu, die Geschäftspotentiale der Internet-Wirtschaft zu nutzen, hält ihren Erfolg aber angesichts der traditionellen Unternehmen nicht für eine ausgemachte Sache. Die affirmative Haltung der *FAZ* zur neuen Gründergeneration deutet sich in der Weise an, neben den erfolglosen Unternehmen, die erfolgreichen hervorzuheben. Offenbar wird sie in den Aufforderungen, sich nicht auf die Kurse zu konzentrieren, sondern die volkswirtschaftliche Bedeutung zu beachten, welche unverzichtbar ist. Dass bei diesem für die *FAZ* alternativlosen Projekt Managementfehler vorkommen, hält sie für eine Notwendigkeit, welche als schöpferische Friktionen auszuhalten sind.

Missmanagement, Misswirtschaft, Unvermögen – die Erklärung des Kursverfalls und der zugrunde liegenden wirtschaftlichen Aktivitäten, erfolgt in beiden Printmedien überwiegend durch negative Präfixe. Im *Spiegel* sind dagegen in zwei Zeiträumen davon abweichende, eigentümliche Aussagen zu finden. Im Börsenboom stellt der *Spiegel* die Aktivitäten der jungen Unternehmen dar, welche notwendig sind, damit sie die Chance nutzen. Er spricht nicht von einer Erfolgsgarantie, aber von notwendigen Bedingungen für den möglichen Erfolg. Hier erfolgt eine Aufzählung derjenigen wirtschaftlichen Aktivitäten, die für den Gewinn notwendig sind. Dieselben Aktivitäten werden nach dem Crash im Herbst 2000 als Vermeidung von Gewinn besprochen. Ende 2002 wiederum berichtet der *Spiegel* von den erfolgreichen Unternehmen in der Internet-Wirtschaft. Dabei ist hinsichtlich der erfolglosen Unternehmen nicht mehr von Managementfehlern die Rede, sondern einfach von dem Pech, zeitlich zu früh engagiert gewesen zu sein. Die Gewissheit, dass viele Unternehmen die neue Technik Internet rentabel umsetzen könnten, hat sich, so der *Spiegel* als falsch herausgestellt.

[364] Kommentar von Rolf Kleine, in: BILD, 17.07.2002, S. 2.

Eine Diskrepanz innerhalb der Chronologie findet sich im *Spiegel* hinsichtlich der Managerqualitäten. Nach dem Crash im Herbst berichtet er über die unerfahrenen Gründer und untypischen Karrierewege der Vorstände. Während des Booms Anfang 2000 dagegen, hebt er den Elitecharakter der neuen Managergeneration hervor. Letzteres macht auch die *FAZ*, welche in der Erklärung der Krise aber nicht auf den erfahrungsarmen Hintergrund der Vorstände abhebt, sondern ihr Missmanagement in einfacher Form, also ohne weitere Ursachenbestimmungen, festhält.

Die Konkurrenz, der Druck vom Finanzmarkt und die Konjunktur sind weitere Erklärungsweisen für den wirtschaftlichen Misserfolg der Unternehmen. Der *Spiegel* und die *FAZ* unterscheiden sich dabei in Nuancen:

Die Konkurrenz wird in der *FAZ* explizit als dem Unternehmen äußerliche Ursache für Schwierigkeiten aufgeführt. Dies steht im Widerspruch zu der Kritik der *FAZ*, dass die jungen Gründer sich ihr Geschäftsfeld nicht sorgfältig genug ausgesucht haben. Im *Spiegel* dagegen wird die Konkurrenz angeführt, aber weder explizit als äußerliche Ursache, noch als vom Management voraussehbare Konsequenz bestimmt.

Den Druck des Kapitalmarktes führen beide Medien als Ursache für die schwierige Situation der Unternehmen an. Die Emissionsbanken haben die Unternehmen zu früh an die Börse gebracht und später waren die Erwartungen der Anleger übertrieben. Mit diesem äußerlichen Druck wollen beide Printmedien aber das Missmanagement als eine Ursache explizit nicht zurücknehmen. Der *FAZ* eigentümlich ist die Kritik an der undifferenzierten, pessimistischen Spekulation, welche die erfolgreichen Unternehmen erst in wirtschaftliche Schwierigkeiten bringt.

Der Konjunkturverlauf im Jahr 2001 ist für die *FAZ* eine Teilerklärung für die verlustreichen Unternehmen, die Managementfehler bleiben dabei aber als Kritikpunkt erhalten. Im *Spiegel* wird dagegen der Konjunkturverlauf nur von Unternehmerseite in Interviews als Erklärung vertreten.

In der *BILD* hat nur der Hinweis auf die Allgemeinheit der Geldgier bei allen Akteuren einen relativierenden Charakter, der ähnlich auch in der *FAZ* zu finden ist. Die anderen Punkte sind zu vernachlässigen, weil sie nur im Zusammenhang mit der Telekom oder in zitierter Form vorkommen.

3. Analyse: Die Unternehmen als Ursache der Krise?

a) In der *BILD* und dem *Spiegel* finden sich verschiedene Begründungen für das

Fehlverhalten der Unternehmer, welche eine besondere psychische Disposition zum Geld darstellen. Die *BILD* und der *Spiegel* schreiben von „Geldgeilheit“ oder „Gier“. Mit der „Geldgeilheit“ als neuer Charakterzug wird aber relativ zur „Gier“ kein neuer Inhalt präsentiert. Auch sie stellt, wie bei der „Gier“ in den vorherigen Kapiteln dargestellt, eine den Unternehmern innewohnende Kraft dar, die keinen, von den ansonsten präsentierten Fehlern, getrennten Inhalt besitzt. Auch sie stellt eine Weise dar, die konstatierten Fehler vom Zweck des Gewinns zu trennen und in die besondere Stellung zu ihm zu verlagern.

Für die *FAZ* fällt auf, dass sie diese Argumentationsweise nicht teilt. Zwar verweist sie im Zusammenhang mit fehler- oder zweifelhaften Verhalten der Unternehmer auf das Ziel, Geld zu verdienen, hält dieses aber in einfacher Form fest.

b) Alle drei untersuchten Printmedien sehen in den fehlerhaften Tätigkeiten der Vorstände und Gründer eine Ursache für die schlechte wirtschaftliche Entwicklung der Unternehmen und entsprechend ihrem Kursverlauf. Sie haben mit ihren Unternehmenszukäufen und Werbestrategien keine Investitionen getätigt, sondern Gelder „verbrannt“ oder einfach „mit vollen Händen ausgegeben“. Die Manager haben sich in ihren Tätigkeiten durch die Negativität ihres eigentlichen Berufsinhaltes ausgezeichnet: Anstatt Management haben sie Missmanagement betrieben.

Für den *Spiegel* lässt sich in dieser Hinsicht ein Widerspruch festhalten. Während des Börsenbooms und noch im Sommer 2000 legt er dar, warum die Unternehmen mehr als die Hälfte ihres Umsatzes für Werbung ausgeben mussten. In der Masse aufzufallen war einerseits notwendig, um die Kunden und zum zweiten die Anleger auf sich zu ziehen. Bekanntheit, Aufmerksamkeit und Erfolgsrepräsentation waren die Zwecke für die die Unternehmen in Werbung, Partys und eigenen Luxus investiert haben.[365] Dass die mit dem Internet verbundenen Geschäftsmodelle Erfolg haben würden, stand für den *Spiegel* zur damaligen Zeit fest, aber nicht welche Unternehmen den Erfolg für sich privatisieren werden können. Den gestandenen

[365] Marx hatte diese Notwendigkeit für den Kapitalismus im Allgemeinen bereits festgehalten: „Auf einer gewissen Entwicklungshöhe wird ein konventioneller Grad der Verschwendung, die zugleich Schaustellung des Reichtums und daher Kreditmittel ist, sogar zu einer Geschäftsnotwendigkeit des ‚unglücklichen’ Kapitalisten. Der Luxus geht in die Repräsentationskosten des Kapitals ein.“ Karl Marx, Das Kapital - Kritik der Politischen Ökonomie, Erster Band, Buch I, Der Produktionsprozeß des Kapitals, in: Marx-Engels-Werke Bd. 23, herausgegeben vom Institut für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED, Berlin 1989, S. 620.

Unternehmen der Old Economy schrieb der *Spiegel* genauso Chancen zu, wie den Emporkömmlingen. Er führt mit der schon vorhandenen Bekanntheit und Finanzkraft von Markenunternehmen in den entsprechenden Artikeln also durchaus einen Grund für ein mögliches Scheitern der jungen Unternehmen an. Die jungen Unternehmen haben sich in ihrem Werbe- und Repräsentationsaufwand folglich richtig verhalten, wenn dieser die einzige Möglichkeit überhaupt war jemals Erfolg zu haben.

Bereits während des Börsenbooms kritisiert der *Spiegel* die Selbstüberschätzung der jungen Unternehmen. Relativ zu dem festgehaltenen möglichen, aber unsicheren Erfolg der jungen Unternehmen, scheint dem *Spiegel* das Auftreten der Unternehmer zu siegessicher. Wenn aber der Werbe- und Repräsentationsaufwand nicht nur die Kunden, sondern auch die Anleger beeindrucken sollte, dann stellt sich die Frage, ob ein Unternehmer mit der Ankündigung „wir könnten vielleicht Erfolg haben" jemals frisches Eigenkapital erzielen konnte. Der *Spiegel* gesteht den jungen Unternehmen den Repräsentationsaufwand als notwendige Maßnahme zu, wenn aber die Unternehmer selber diese Repräsentation in ihrem Auftreten verkörpern, dann spricht der *Spiegel* von „Hybris".

Mit dem Crash im Herbst 2000 ändert der *Spiegel* seine Argumentation und bezeichnet die hohen Werbe- und Repräsentationsausgaben als Missmanagement. Sie sind keine Investitionen, sondern in der schärfsten Kritik ein gezielter Versuch, Gewinn zu vermeiden. Während er im Börsenboom die notwendigen Bedingungen für einen Erfolg bei gleichzeitiger Kennzeichnung des notwendig unsicheren Ausgangs bestimmt, geht der *Spiegel* ohne Reflexion in eine Argumentation über, die den ökonomischen Misserfolg von dem Zweck der jungen Unternehmen trennt und in die Unfähigkeit des Managements verlegt.

Die Kritik am Missmanagement hält bis zum Oktober 2002 an. Anschließend präsentiert der *Spiegel* wiederum eine neue Erklärung für das überwiegende Scheitern der New Economy-Unternehmen, die im Widerspruch zur Erklärung über das Missmanagement steht. Angesichts der wenigen erfolgreichen Unternehmen, welche in Verbindung mit dem Internet weiter wachsen und Gewinne erzielen, hält der *Spiegel* fest, dass die alte Leitlinie, nach der jedes Unternehmen möglichst das erste im jeweiligen Geschäftsfeld zu sein habe, nicht stimmt. Weiter stellt sich heraus, dass die alte Gewissheit, dass viele Unternehmen auf Grundlage der neuen Technik rentabel wirtschaften können, ein Schein war. Die wenigen erfolgreichen

Unternehmen sind überwiegend solche der zweiten oder dritten Generation, weil sie sich auf verbesserte Technik und damit Kundenzufriedenheit stützen können oder aber ihr Kapitalvorschuss geringer ist, wenn sie mit den insolventen Unternehmen der ersten Stunde weiter machen. Den erfolglosen Gründern schreibt der *Spiegel* in diesem Zusammenhang kein Missmanagement vor, sondern hält einfach fest, dass sie zu früh gestartet sind als die Zeit noch nicht reif war. Inhaltlich knüpft er so an das alte Urteil an, dass der unternehmerische Erfolg mit Unsicherheiten verbunden ist, denen der Unternehmer nur mit Trial and Error begegnen kann. Der kleine Unterschied besteht aber darin, dass sich der *Spiegel* Anfang 2000 sicher war, dass das Internet die Zukunftstechnologie mit vielen Zukunftsunternehmen sein wird und nur nicht sicher war, ob die jungen oder alten Unternehmen dies für sich nutzen können. Im Jahr 2002 dagegen revidiert der *Spiegel* diese Gewissheit und gesteht nur wenigen Unternehmen die rentable Nutzung des Internets zu. Relativ zu der Feststellung, dass das Internet insgesamt weniger Raum bietet für rentable Geschäftsmöglichkeiten ist freilich die Aussage, die gescheiterten Unternehmen seien zu früh gestartet inadäquat. Hätten denn alle Erfolg gehabt, wenn sie später zahlreich gestartet wären?

c) Für den *Spiegel* ist ein weiterer Widerspruch festzuhalten. Während des Börsenbooms teilt er seinen Lesern mit, dass die neue Gründer- und Managergeneration ein Studium an Elite-Universitäten absolviert haben und nach drei Jahren Berufspraxis sich selbstständig machen, obwohl ihnen in den gestandenen Unternehmen die Karriereleiter offen stünde. In den Zeiten des allgemeinen Kursverfalls dagegen betont der *Spiegel* in einzelnen Fällen den vorherigen zweifelhaften Karriereverlauf der Vorstände, der nicht zum Idealbild einer Elite passt. Einmal spricht er sogar allgemein davon, dass Studenten ihre Ausbildung abbrachen, um die historische Chance nicht zu verpassen.

Scheinbar lässt sich der *Spiegel* in seiner Aufmerksamkeit vom Börsenerfolg der Unternehmen leiten, wenn er den persönlichen Charakter der Vorstände beschreibt und eine Vorstellung darüber präsentiert. Die positive Umschreibung der Karriere gerät dabei zu Zeiten des Börsenbooms zu einer Teilerklärung desselben, genauso wie die negative Umschreibung in den Rang einer Erklärung des Misserfolges gehoben wird. Damit macht der *Spiegel* seine Begründungen des Börsenverlaufs

taulogisch von demselben abhängig. Auf das Lehrpotenzial einer solchen Erklärung wurde bereits bei der Kritik der *FAZ* an den Emissionsbanken hingewiesen. Steigen die Kurse, dann zeigen diese an, dass das Management mit den richtigen Charaktermerkmalen ausgestattet ist, fallen sie wieder, finden sich Mängel, welche als Grund firmieren können.

d) Während die Anleger mit übertriebenen Erwartungen an die Unternehmen herangetreten sind, haben die Unternehmen umgekehrt die Anleger mit untauglichen Geschäftsmodellen enttäuscht. Dabei reduziert sich die letzte Kritik nicht nur auf die insolventen Unternehmen, sondern im Falle des *Spiegels* und der *FAZ* wird sie auch auf die Diskrepanz der Geschäftsmodelle zum spezifischen Ziel der „Wachstumsunternehmen“ bezogen. „Klamottenhändler“ und „Altenheimbetreiber“ können zwar ein Geschäft machen, entsprechen aber nicht der besonderen Qualität einer Wachstumsbörse, so der *Spiegel*. Die *FAZ* wiederum kritisiert zum einen die „Ich-auch-Anbieter“ und zum zweiten die mangelnde Reflexion auf Markteintrittsbarrieren. Die daraus folgenden Geschäftsmodelle haben für die *FAZ* keine Chance, ein „Wachstumsunternehmen“ zu werden.

Für sich genommen ist die Bezeichnung „Wachstumsunternehmen“ ein Pleonasmus, denn jedes Kapital hat die Bestimmung zu wachsen. In diesem Begriff wird ein Moment, das jedes Kapital charakterisiert, an einer Unternehmensgattung extra hervorgehoben. Welche Eigentümlichkeiten dieser Unternehmen wurden bislang benannt, aus denen man diese Verdoppelung erklären könnte?

Die erste Eigentümlichkeit der Unternehmen, welche von der *FAZ* und dem *Spiegel* hervorgehoben wird, ist die Ausrichtung auf neue Geschäftsfelder, die sich entlang neuer Technologien ergeben sollen. Internet, Biotech und UMTS sind die neuen Technologien, welchen große Anwendungsmöglichkeiten in der Gesellschaft zugesprochen werden und die daher „lukrative Zukunftsmärkte“ versprechen (*FAZ*) oder den „Strukturwandel“ hin zur „Informationsgesellschaft“ vorantreiben (*Spiegel*). Im Unterschied zu herkömmlichen Unternehmen, deren Geschäftsfelder schon Geschäftszyklen hinter sich haben und daher Erfahrungswerte bezüglich Gewinn und Umsatz hervorgebracht haben, versprechen die neuen Geschäftsfelder überdurchschnittliche Gewinne. Damit ist die zweite Eigentümlichkeit der New Economy benannt, nach der diese Unternehmen auch die Bezeichnung

„Wachstumsunternehmen“ und der Neue Markt die Bezeichnung „Wachstumsbörse“ erhalten haben. Die *FAZ* weist in diesem Zusammenhang auf die monopolartige Stellung hin, die es zu erreichen gilt, damit die überdurchschnittlichen Umsatz- und Gewinnsteigerungen sich einstellen können. Bloße Kopien von neuen Geschäftsfeldern ergeben jedenfalls nicht den erhofften Unterschied zu herkömmlichen Unternehmen. Die dritte Eigentümlichkeit besteht entsprechend der neuen Geschäftsfelder in der überwiegend kurzen Unternehmensgeschichte. „Junge Unternehmen“ wird daher oft als Synonym für die Wachstumsunternehmen gebraucht. Dass sie entsprechend noch keinen Gewinn ausweisen können und ihr Kapital in Form von Produktions- oder Handelselementen gering ausfällt, hebt der *Spiegel* hervor, in der *FAZ* ist dieser Hinweis, soweit es um die Bestimmung von Wachstumsunternehmen geht, dagegen nicht zu finden.

Der Neue Markt als Wachstumssegment stand also für einen Anspruch an die dort gelisteten Unternehmen, die Aussicht auf überdurchschnittlich Umsatz- und Gewinnsteigerungen. Relativ dazu lässt sich in der *FAZ* ein Widerspruch entdecken. Während des Crashs im Herbst 2000 kritisiert sie die öffentliche Debatte über die Kurseinbrüche mit dem Argument, dass „(…) der Neue Markt nicht als Geldmaschine gedacht war, sondern als Refinanzierungsmöglichkeit für junge Unternehmen – die eigentliche Aufgabe einer Börse. Mittlerweile arbeiten rund 120000 Beschäftigte rund um den Neuen Markt.“[366] Die *FAZ* unterschlägt den spezifischen Anspruch an die Unternehmen - überdurchschnittliche Gewinnaussichten führen zu überdurchschnittlichen Kurssteigerungen - und möchte die Tatsache, dass überhaupt „junge Unternehmen“ Kapital von der Börse erhalten, in den Vordergrund der Debatte gerückt wissen. Sie weist nicht nur die Ansprüche der Aktionäre als sekundär zurück, sondern auch die Besonderheit, welche „Wachstumsunternehmen“ überhaupt kennzeichnen sollte. Diese Argumentationsweise im Herbst 2000 reiht sich in die Versuche der *FAZ* ein, dem allgemeinen Pessimismus entgegenzutreten und damit eine weitere Verschärfung der Krise des Neuen Marktes zu verhindern. Allerdings wird sich im nächsten Kapitel über die Börsenregulation zeigen, dass die *FAZ* nicht nur strategisch den Maßstab für die am Neuen Markt gelistete Unternehmen ändert, sondern ein Unterscheidungsproblem in der Sache hat, wenn sie der Frage nachgeht, was

[366] FAZ, 11.10.2000, S. 17.

Wachstumsunternehmen von anderen „jungen Unternehmen“ unterscheidet.

Bleibt zu bemerken, dass sich in der *BILD* weder in diesem, noch in den vorherigen Kapiteln Hinweise auf die oben dargestellten Eigentümlichkeiten finden. Sie reflektiert die Besonderheiten des Neuen Marktes und des ihm zugrunde liegenden Spekulationsmaterials nicht in die Kritiken der Akteure hinein.

e) Die *FAZ* hält den krisenhaften Kursverfall zum Teil in den „hausgemachten“ Problemen der Unternehmen begründet und zum Teil in „externen“ Einflüssen, unter denen sie auch die sich verschärfende Konkurrenz summiert. Im Gegensatz dazu kritisiert sie die neuen Unternehmen dafür, in ihrer Geschäftsstrategie zu wenig auf Markteintrittsbarrieren geachtet, also die sich verschärfende Konkurrenz durch bereits eingesessene Markenunternehmen nicht genügend antizipiert zu haben. Die Konkurrenz wird also einmal als dem Unternehmen äußerlich besprochen und einmal als immanentes Moment der Unternehmensentscheidungen. In beiden Aussagen sind weiter inhaltlich entgegengesetzte Unterstellungen enthalten. Die Konkurrenz als externe Ursache steht für die Unsicherheit, welche sich der Kontrolle der Unternehmen entzieht. Der Vorwurf, in der Geschäftsauswahl die Konkurrenz nicht antizipiert zu haben, unterstellt dagegen den kontrollierten Bezug auf die Konkurrenz.

In der letzteren Argumentation begründet die *FAZ* die Konkurrenz im Geschäftszweck jedes Unternehmens zahlungskräftige Nachfrage gegen ihresgleichen auf sich zu ziehen. Die Wahl des spezifischen Geschäftsfeldes, hier charakterisiert durch hohe Eintrittsbarrieren, ist aber selber schon ein Mittel in der Konkurrenz. Mit Microsoft als Vorbild ist ein Unternehmen angesprochen, das mit dem Betriebssystemstandard überhaupt erst Barrieren geschaffen hat. Bezeichnet dagegen die *FAZ* die Konkurrenz als äußerlichen Einfluss, so trennt sie dieselbe vom Unternehmenszweck. Damit wird der Zweck der Unternehmen gegen ihre notwendige Konsequenz, die Konkurrenz, als gutes Prinzip besprochen und die schlechte Wirklichkeit vom Unternehmensinhalt getrennt. Der Vorwurf des Missmanagements enthält dieselbe Leistung, wenn die Notwendigkeit der Unsicherheit bestritten wird und auf diesem Wege der ökonomische Misserfolg vom Unternehmen an sich getrennt wird und in die Fehlentscheidungen der Vorstände verlegt wird.

Spezifische Gründe der Verschärfung innerhalb der Konkurrenz legt die *FAZ* nicht dar. Insofern entzieht sich die Aussage einem Urteil darüber, ob die entscheidenden Impulse zur Verschärfung außerhalb der Unternehmenstätigkeit angelegt sind oder nicht.

Der Finanzsektor insgesamt bereitet den Unternehmen laut *FAZ* weitere Schwierigkeiten von außen, wenn sie von den Banken zu früh an die Börse gedrängt, von Analysten zu kurzfristigen Entscheidungen gezwungen und von Anlegern undifferenziert in Kollektivhaftung genommen werden. Auch der *Spiegel* trägt den Druck des Finanzsektors auf die Unternehmen als Ursache ihres mangelhaften Verhaltens vor. Sicherlich lassen sich die Kalkulationen der Aktiengesellschaft von denen des Finanzsektors unterscheiden, wenn jene, ausgestattet mit dem Kapital der Börse, Gewinne im Waren- oder Dienstleistungsmarkt erzielen will, letzterer dagegen mit der vergleichenden Spekulation auf die Tätigkeit der Unternehmen und der Mitspekulanten. Wenn es auch empirisch nicht immer zu unterscheiden ist, lässt sich theoretisch trennen zwischen Gründen des Kursverfalls, die im Misserfolg in der Konkurrenz der Unternehmen liegen oder aber in den eigentümlichen Spekulationskriterien der Anleger.

Dennoch liegt dieser Trennung eine Identität im Unternehmenszweck zu Grunde. Gerade die Unternehmen des Neuen Marktes verdanken ihre Existenz überwiegend dem Finanzsektor, wären ohne den Neuen Markt und den auf ihn verwiesenen Wagniskapitalgebern und Emissionsbanken gar nicht zu Stande gekommen. Ihr Mittel in der ökonomischen Konkurrenz, die Kalkulationen des Finanzsektors, wird aber in der *FAZ* und dem *Spiegel* als äußerliches Hindernis charakterisiert. Die Tatsache, dass sich die Unternehmen eigenständig von den Kalkulationen des Finanzsektors abhängig machen, wird auf diese Weise ebenso vom Unternehmenszweck getrennt wie die negativen Konsequenzen, die sich aus diesem Abhängigkeitsverhältnis ergeben.

f) Während die *FAZ* und der *Spiegel* bereits einhergehend mit dem zweiten Crash im Herbst 2000 detailliert auf die Fehler- oder Problemdiagnose hinsichtlich der Unternehmen des Neuen Marktes eingehen, fällt die *BILD* bis Mitte 2001 durch ihre nur notizenhafte Berichterstattung auf. Überwiegend begnügt sie sich mit der Nachricht, dass Unternehmen Liquiditätsprobleme haben oder zahlungsunfähig sind.

Die Zahlungsunfähigkeit beschreibt das Faktum, dass ein Unternehmen nicht in der Lage ist, die auf Rechnung benutzten Produktions- oder Handelselemente zu zahlen. Damit verliert es den Kredit bei seinen Zulieferern und Arbeitskräften, um zukünftig auf diese Zahlungsweise die Kontinuität des Geschäfts sicherzustellen. Gleiches gilt für gewährte Kredite, welche mangels Bedienung als zukünftiges Mittel verwehrt werden. Liquiditätsmangel drückt denselben Sachverhalt, die Schwierigkeit die Kontinuität sicherzustellen, auf allgemeine Weise aus. Dauerhafte Verfügung über Produktions- und Handelselemente können weder in Form der Vorauszahlung noch in Form der Zahlung auf Rechnung gesichert werden.

Als Erklärung für den wirtschaftlichen Misserfolg sind Zahlungsunfähigkeit und Liquiditätsmangel nicht geeignet, weil diese überhaupt nur Ausdruck desselben und daher selbst erklärungsbedürftig sind. Der wirtschaftliche Misserfolg wird so nicht positiv aus den vorhandenen Zwecken und Mitteln erklärt, sondern aus denjenigen, die *nicht* vorhanden sind, ganz so als wenn die heute wieder diskutierte gesellschaftliche Armut ganzer Bevölkerungsschichten aus dem Umstand erklärt werden würde, dass sie keine Millionäre sind.

g) Neben dem wirtschaftlichen Misserfolg der Unternehmen des Neuen Marktes stellen die grenzwertigen oder gesetzesüberschreitenden Maßnahmen der Gründer und Vorstände die zweite Erklärung dar, wie die Krise durch die Unternehmertätigkeit bewirkt wurde. In allen drei untersuchten Printmedien wird dabei die Ursache für den zu Tage tretenden Betrug in der Aussicht auf überdurchschnittliche Gewinnaussichten gesehen. Im *Spiegel* und in der *FAZ* wird weiter die Not mancher Unternehmen, sich vor dem Kapitalmarkt zu rechtfertigen, als Beweggrund für die Erfindung von Geschäftszahlen angegeben.

Die *FAZ* kennt darüber hinaus einen dritten Grund für das anlegerschädliche Verhalten mancher Unternehmer, die „kriminelle Energie“. Diese letzte Begründung ist aus demselben Grunde tautologisch und haltlos wie die zuvor betrachtete Argumentation mit der „Gier“. Für die Kraft, also die Energie, die innerhalb der Unternehmer waltet und die letzte Ursache für ihr Verhalten sein soll, sind keine Belege anzugeben außer der Erscheinung von Betrug. Zugleich sollen aber diese Belege das zu Erklärende sein. Die „kriminelle Energie“ hat also keinen Erklärungswert, setzt dafür aber die Vorstellung frei, es gäbe Gründe für das

gesetzesüberschreitende und gegenüber den Anlegern rücksichtslose Verhalten der Unternehmen jenseits des Zweckes, Geld zu verdienen.

h) Als Erklärung des wirtschaftlichen Misserfolges der Unternehmen stehen beide Erklärungen im Gegensatz zueinander. Im einen Falle ist unterstellt, dass richtiges Management untaugliche Geschäftsmodelle von vornherein vermieden und die potentiell tauglichen Modelle zum Erfolg geführt hätte. Soweit der Betrug nicht als Reaktion auf schon vorhandene Misserfolge erklärt wird, sondern als Weise die Kurse in die Höhe zu treiben, um anschließend durch Verkauf der eigenen Aktienbestände einen Gewinn zu realisieren, lässt sich nicht von Missmanagement reden. Der dauerhafte ökonomische Erfolg der Unternehmen war dann durch die Vorstände nicht beabsichtigt, sondern nur die Darstellung eines scheinbaren. In den drei Printmedien wird dieser Gegensatz überwiegend durch ein „teils – teils“ aufgelöst.

i) Zum Jahreswechsel 2001 – 2002 nimmt die *FAZ* „die Konjunktur“ in die Erklärung des ökonomischen Misserfolges der Unternehmen auf, welcher die Kurse mit nach unten gezogen hat. Der Konjunktureinbruch zeichnet sich dadurch aus, dass nicht einzelne Unternehmen Umsatz- und damit Gewinnrückgänge zu verzeichnen haben, sondern die Gesamtheit. Abgesehen von einzelnen Branchen, welche Luxusgüter herstellen, gilt der wirtschaftliche Einbruch auch nicht nur für bestimmte Branchen, sondern ebenfalls für die Gesamtheit. Missmanagement oder die falsche Branchenauswahl, scheiden in dieser Phase des Konjunkturverlaufs als Erklärung für den ökonomischen Misserfolg der jeweiligen Unternehmen aus, weil nicht angegeben werden kann, in welcher Branche sich ein Unternehmer wie richtig hätte verhalten sollen. Dies bestätigt die *FAZ* implizit, wenn sie im Zusammenhang mit der Erklärung der Krise aus dem Konjunkturverlauf darauf hinweist, dass darüber nicht vergessen werden sollte, dass „hausgemachte Probleme“ weiterhin ein Teil der Erklärung bleiben soll. Sie reagiert also auf die negative Implikation der Konjunkturerklärung relativ zum Vorwurf des Missmanagements.

3.1. Zusammenfassung der Analyse

Alle drei untersuchten Printmedien sehen in dem Missmanagement der Unternehmer einen Beitrag zur Krise des Neuen Marktes. Diese haben mit ihren untauglichen

Geschäftsmodellen und -strategien die in sie materiell investierten Hoffnungen nicht erfüllt und damit das Vertrauen der Anleger verspielt. Der *Spiegel* und die *BILD* beklagen in dieser Hinsicht den Luxus und die Geldverschwendung in Sachen Repräsentation, Werbung oder Akquisition. Weiter weisen sie auf den unerfahrenen Charakter der Unternehmensvorstände hin, deren übertriebenen Drang nach Geld und ihre Selbstüberschätzung. In allen diesen Punkten ist die *FAZ* vorsichtiger: Nur „einige" Vorstände sind unerfahren und der Drang nach Geld spielt eine Nebenrolle in der Kritik. Die Repräsentationskosten und die Zukäufe verurteilt sie nicht an sich, sondern relativ zur mangelhaften Auswahl der Geschäftsfelder, welche sie den Vorständen als Missmanagement zuschreibt. Keine Selbstüberschätzung, sondern einfach eine Fehleinschätzung wirft ihnen die *FAZ* vor.

Die an Betrug grenzenden oder aber regelüberschreitenden Maßnahmen der Vorstände sind die zweite Krisenursache soweit es die Unternehmen betrifft. Während hier die *BILD* und der *Spiegel* ebenfalls die „Geldgeilheit" als antreibende Kraft entdeckt, der *Spiegel* auch die Reaktion aus der Not heraus anspricht, sieht die *FAZ* „kriminelle Energie" zum Vorschein kommen. Sowohl die FAZ als auch die BILD kommen im Jahr 2002 zum Schluss, dass der Börsenboom neben dem allgemeinen Rausch aller Akteure auch seine Grundlage in vorgetäuschten Daten der Unternehmen hatte.

Zeitlich sind folgende Nuancen zu finden: Der *Spiegel* drückt bereits während des ersten Einbruchs im März 2000 seine erste deutliche Kritik an den Vorständen aus, beginnt aber erst mit dem zweiten Crash im Herbst 2000 das Missmanagement und den Betrug dauerhaft als Kritik vorzutragen. Die *FAZ* beginnt zum selben Zeitpunkt mit der Kritik an untauglichen Geschäftsmodellen und Fehlern seitens der Unternehmer, anfangs aber noch mit dem Hinweis auf die vielen guten Unternehmen. Der Betrug wird erst Mitte 2001 als Thema eingeführt. Die *BILD* wiederum beginnt, von einem Artikel im Dezember 2000 abgesehen, erst Mitte 2001 mit der Kritik der Unternehmer. Zunächst wird ihre Hybris kritisiert, im Jahr 2002 dann das Versagen und zugleich die betrügerischen Tätigkeiten.

Der Betrug und das Missmanagement als die zwei Hauptkritiken der Printmedien stehen als Erklärungen im Gegensatz zueinander, werden aber überwiegend nebeneinander gestellt und durch eine Sphäreneinteilung vermittelt. Ebenso steht die Aussage der *FAZ* über den konjunkturbedingten Einbruch der Unternehmen dem

Urteil entgegen, dass die Fehlentscheidungen der Unternehmer der Grund des ökonomischen Misserfolges wären. Die *FAZ* reagiert aber auf diese inhaltliche Implikation der Konjunkturerklärung und vermittelt beide Urteile ebenfalls durch ein unbestimmtes „auch“. Folgende Widersprüche hinsichtlich der Kritik am Missmanagement werden im *Spiegel* und der *FAZ* nicht vermittelt:

Während der *Spiegel* im Boom noch auf den notwendig unsicheren Ausgang der Bemühungen der jungen Unternehmen hinweist und zugleich hohe Repräsentations-, Werbe- und Akquisitionskosten als notwendige Investitionen bestimmt, welche den Erfolg möglich machen könnten, stellt er in den späteren kritischen Artikeln die bloße Geldverschwendung in diesen Bereichen heraus. Im Herbst 2002 dagegen wechselt wiederum die Argumentation, wenn der *Spiegel* auf den schlichten Umstand verweist, dass die Unternehmen zu früh gestartet sind und zudem objektiv nicht so viele Unternehmen rentabel in der New Economy arbeiten können, wie ursprünglich angenommen. Im Missmanagement ist unterstellt, dass die ökonomischen Misserfolge durch vermeidbare Fehler der Vorstände entstanden sind, im Falle des „Frühstarts“ dagegen hatten die Unternehmer einfach nur „Pech“. In der ersten Darstellung des ökonomischen Risikos ist das Scheitern von vorneherein als Möglichkeit antizipiert unabhängig vom Unternehmergeschick. Dies ist ebenso in der Feststellung enthalten, dass das Internet nur wenigen Unternehmen Platz bietet, zumal dann nicht einmal die Aussage stimmt, dass alle nur hätten später starten müssen. Als Besonderheit ist für den *Spiegel* in diesem Zusammenhang die Darstellung des Karrierewegs der Vorstände festzuhalten. Am Erfolg orientiert, stellt sie diesen im Boom als vorbildlich, im Niedergang des Neuen Marktes dagegen als zweifelhaft dar.

In der *FAZ* steht die Bestimmung der Konkurrenz als externer Druck auf die Unternehmen im Gegensatz zur Aussage, die Unternehmer hätten in der Geschäftsauswahl gefehlt, in der sie die Konkurrenz hätten antizipieren müssen. Die Konkurrenz steht zwar richtigerweise für die notwendige Unsicherheit eines jeden Unternehmenszwecks, ist diesem aber nicht äußerlich. Im von der *FAZ* kritisierten Missmanagement allerdings wird die Unsicherheit negiert und das Ideal aufrechterhalten, der Erfolg sei planbar. Beide Argumentationen enthalten trotz ihres unmittelbaren Gegensatzes dieselbe Leistung: Der Unternehmenszweck an sich enthält nicht die Gründe für den ökonomischen Misserfolg.

Soweit der Finanzdruck vom *Spiegel* und der *FAZ* als Grund für die Probleme der Unternehmen angegeben wird, ist auf die Analogie zum Konkurrenzargument hinzuweisen. Zwar unterscheiden sich die Kalkulationen des Finanzsektors von denen der an der Börse gelisteten Unternehmen - und hier besteht der Unterschied zur Konkurrenz der Unternehmen untereinander -, aber diese Schranke für die Unternehmen ist zugleich ihr antizipiertes Mittel in der Konkurrenz.

In allen diesen Argumentationen wird der ökonomische Misserfolg vom Unternehmen an sich getrennt und das Ideal des planbaren Erfolges aufrechterhalten. In anderen Begründungen der Krise des Neuen Marktes wird dabei der Unternehmenszweck „Gewinn“ antizipiert und als Krisengrund ausgeschlossen. Im *Spiegel* und in der *BILD* vollzieht sich dies in dem tautologischen Nachweis, das mangelhafte Verhalten der Vorstände hätte seinen Grund nicht im Gewinn, sondern in der „Gier“ und „Geldgeilheit“ einem übertriebenen Bezug auf diesen Zweck. Die *FAZ* wiederum trennt den Bezug des anlegerschädlichen Verhaltens auf den Gewinn vollständig, wenn sie mit der „kriminellen Energie“ einen Selbstzweckhaften Krafthaushalt vorstellig macht.

Bleiben für dieses Kapitel noch zwei Eigentümlichkeiten festzuhalten:

Erstens: Die *BILD* schließt sich erst spät den Erklärungsweisen der *FAZ* und des *Spiegels* an. Zuvor liefert sie für den ökonomischen Misserfolg der Unternehmen nur den Schein einer Erklärung, indem sie mit der Zahlungsunfähigkeit und den Liquiditätsproblemen das zu Erklärende zum Erklärenden macht.

Zweitens: Neben den oben dargestellten Kritiken an den Unternehmern und den Hinweisen auf scheinbar externe Einflüsse, hebt die *FAZ* positive Gesichtspunkte der Unternehmen hervor und will damit dem allgemeinen Pessimismus entgegentreten. Der Hinweis auf den reinigenden und daher positiven Charakter der Krise erklärt dieselbe nicht, will aber Hoffnung auf die Aussichten fördern. Der Hinweis darauf, dass einige Unternehmen durchaus Gewinne machen, ignoriert den spezifischen Anspruch an die Unternehmen auf überdurchschnittlichen Gewinn, enthält aber noch ein auf die Anleger bezogenes materialistisches Moment. Anders der Vorwurf, immer nur aufs Geld zu achten, anstatt die volkswirtschaftliche Leistung des Neuen Marktes zu würdigen und die Aufforderung sich verantwortungsvoll für Deutschland auf dieses Marktsegment zu beziehen.

VIII. Die Börsenregulation als Ursache der Krise

Die drei Printmedien haben in unterschiedlichem Umfang die bisher besprochenen Akteure am Neuen Markt in ihrem regelüberschreitenden oder anlegerschädlichen Verhalten als Verursacher der Krise des Neuen Marktes ausgemacht. Entsprechend werden diese Kritiken auf die regelnden Instanzen verlängert, weil sie dieses Verhalten gefördert oder toleriert haben. Dies ist zumindest im *Spiegel* und in der *FAZ* der Fall. Die *BILD* sieht hinsichtlich der Börsenregulierung im Zusammenhang mit dem Neuen Markt keinen Reformbedarf. Sie stellt zwar dar, dass gegen Akteure am Neuen Markt rechtlich ermittelt wird, aber Mängel in der Regulierung werden dabei nicht festgestellt. Deshalb entfällt in diesem Kapitel eine Behandlung der *BILD*.

Aus zwei Gründen werden die Kritiken an der Deutschen Börse AG und an den staatlichen Instanzen im Folgenden zusammen verhandelt. Erstens weist die Form der Kritiken in weiten Teilen eine große Ähnlichkeit auf, wenn fehlende Regeln oder die mangelhafte Durchsetzung von bestehenden Regeln von der *FAZ* und dem *Spiegel* beklagt werden. Zweitens spielt das Spannungsverhältnis von privatrechtlichen Regelungen des Neuen Marktes und den allgemeinen gesetzlichen Wertpapierregeln in beiden Printmedien eine Rolle.

Die Unterscheidung von Kritik und Relativierungen der Kritik ist in diesem Kapitel aufgehoben. Im *Spiegel* kommen Entschuldigungen oder Abschwächungen der Kritik nur in Form von Zitaten seitens der Verantwortlichen vor. In der *FAZ* ist die Trennung nicht durchzuhalten, weil sie sowohl ein zuviel, als auch ein zu wenig an Regeln kritisiert und damit in einem zentralen Bereich die Unterscheidung von Kritik und Abschwächung der Kritik keinen Sinn macht.

1. Kritiken an der Börsenregulation und Relativierungen der Kritik

1.1. Spiegel

Die kritische Befassung mit der Regelung des Neuen Marktes durch Börsenaufsicht und Gesetzgeber beginnt im Frühjahr 2001. Relativ zu den Kritiken an den anderen professionellen Börsenakteuren ist also eine Verzögerung um ein Vierteljahr festzuhalten. In diesem Jahr erscheinen einige längere Artikel, die sich zentral mit diesem Themenfeld auseinandersetzen. Im Jahre 2002 werden vereinzelt Sonderfälle besprochen, die sich auf die gesetzliche Regelung von Wirtschaftsprüfungsfirmen

und Wagniskapitalgeber beziehen. Zentral wird 2002 aber das bis dahin geltende Vorbild USA destruiert.

Der Inhalt des ersten ausführlichen Artikels im Frühjahr 2001 wird in seiner Zwischenüberschrift gut zusammengefasst:

> „Der Kursrutsch an den Börsen offenbart die Schwächen der deutschen Aktienkultur. Während Banken Rekordgewinne einfahren, sind Privatanleger gegen Kursmanipulationen und Täuschungen kaum geschützt. Der Staat überlässt die Börsenaufsicht weitgehend den Börsianern.“[367]

Anlass der Regulierungskritik sind der Kursverfall, die Rekordgewinne der Banken und die Verluste der Kleinanleger. In dieser Konstellation wird das Verhalten der Banken vom *Spiegel* kritisch untersucht und festgestellt,

> „(…) dass die deutschen Finanzinstitute nur ungenügend ihrer Aufgabe nachkommen, bei allen Aktiengeschäften stets das ‚Interesse der Kunden' zu wahren, wie es das Wertpapierhandelsgesetz ausdrücklich vorschreibt.“[368]

An Beispielen wird gezeigt, wie Banken Kursmanipulation organisieren und aus eigenem Gewinninteresse heraus, die Anleger schlecht beraten.[369] Hinsichtlich der Kursmanipulation stellt der *Spiegel* zunächst fest, dass die verantwortlichen Banken nur milde Strafen vom Sanktionsausschuss der Frankfurter Wertpapierbörse erhalten haben.

> „Wo die Selbstkontrolle ganz offenkundig versagt, wären eigentlich die Gerichte oder die staatliche Börsenaufsicht gefordert. Aber auch von dort haben Kursbetrüger wenig zu befürchten. Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel erklärt sich bei Kursmanipulationen bislang für nicht zuständig, und die Staatsanwaltschaften lehnen die Eröffnung von solchen Verfahren bislang stets mit Hinweis auf die wenig Erfolg versprechende Gesetzeslage ab. In der Tat ist das Delikt Kursbetrug nur sehr vage definiert.“[370]

Mit der Selbstkontrolle spricht der *Spiegel* den Umstand an, dass die deutschen Finanzinstitute die Mehrheitsanteilseigner der privatrechtlichen Institution Deutsche Börse AG sind. Sie sind im Aufsichtsrat und den Kontrollinstanzen der Deutschen Börse AG vertreten und kontrollieren entsprechend wechselseitig ihr eigenes Investmentverhalten. Daher sind für den *Spiegel*, im konstatierten Versagen der Selbstkontrolle, die staatlichen Instanzen gefragt. Aber auch hier muss er feststellen, dass diese dem anlegerschädlichen Verhalten der Banken keine wirksamen Grenzen

---

[367] Spiegel, 8/2001, S. 86.
[368] Spiegel, 8/2001, S. 88.
[369] Siehe das Kapitel „Die Vermittlung von Aktiengeschäften und Beratung als Ursachen der Krise“, S. 115.
[370] Spiegel, 8/2001, S. 98.

setzen. Die Gesetzeslage ist erstens zu vage, zweitens sind die Zuständigkeiten unklar und drittens sind die staatlichen Kontrollinstanzen unterbesetzt.

> „Allmählich dämmert auch den Verantwortlichen in Berlin, dass ein unbedarftes ‚Weiter so' den Finanzplatz und die Aktienkultur in Deutschland nachhaltig beschädigt. Denn was ist eine Börse wert, der die Anleger misstrauen?"[371]

Reformbedarf haben die zuständigen Ministerien auch festgestellt. Ziel ihrer Bemühungen ist – ganz im Sinne des *Spiegels* - das Funktionieren des deutschen Finanzplatzes. Wenn die Gesetzeslage und deren Durchführung dem Anleger den Eindruck vermitteln, er sei den Banken hilflos ausgeliefert, dann werden sie sich von der Börse fern halten. Der *Spiegel* berichtet über Bemühungen im Bundesjustizministerium, dem Bundeswirtschaftsministerium und dem Bundesfinanzministerium. Letzteres ist für die allgemeine Finanzaufsicht zuständig und hier entdeckt der *Spiegel* nach wie vor einen mangelnden Willen zum Anlegerschutz:

> „Auch der Wille, die Kursmanipulation zu erschweren oder aber die Prospekthaftung zu verbessern, ist bei Eichels Fachbeamten bislang eher unterentwickelt. Durchgriffsrechte, wie sie die amerikanische SEC genießt, seien ‚mit dem deutschen Rechtsstaat nicht vereinbar', heißt es in der zuständigen Abteilung. ‚Eine Grauzone wird es immer geben.'"[372]

Die Begründung der zuständigen Beamten, warum sie sich nicht um einen stärkeren Anlegerschutz bemühen, kommentiert der *Spiegel* nicht. Er berichtet aber in diesem Zusammenhang über eine Kontinuität in der Politik:

> „Als die Regierung unter Helmut Kohl 1998 das ‚Dritte Finanzmarktförderungsgesetz' vorlegte, war auf einmal die Frist, innerhalb derer die Geldhäuser für fehlerhafte Börsenprospekte haften, von fünf auf drei Jahre verkürzt. Schließlich, so das Argument der Reformer, müsse die ‚Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland' sichergestellt sein."[373]

Schon Jahre zuvor hat die Regierung die Gesetze zuungunsten der Anleger geändert. Interessanterweise aus demselben Grund, weshalb der *Spiegel* ein härteres Vorgehen gegen die Banken fordert: Der Pflege des deutschen Finanzplatzes.

In jeweils zweimonatigen Abständen erscheinen zwei weitere Artikel, die sich

[371] Spiegel, 8/2001, S. 102.
[372] Spiegel, 8/2001, S. 102.
[373] Spiegel, 8/2001, S. 102.

zentral mit der Regulierung der Börse beschäftigen.[374] Diesmal sind aber die anlegerschädlichen Aktivitäten der Unternehmen der Anlass und die Kritik richtet sich auf die Deutsche Börse AG.

> „'Der Neue Markt', versicherte Börsenchef Werner Seifert immer wieder, ‚ist der am schärfsten regulierte Markt in Europa.' Tatsächlich wurden etliche Regeln erst nachgeschoben, als es schon zu spät war. Bis Ende Februar durften die Vorstände und Aufsichtsräte der Neue-Markt-Firmen etwa nach Belieben eigene Aktienpakete verkaufen, ohne die Öffentlichkeit darüber zu informieren. Nun sollen die Verkäufe immerhin gemeldet werden – wenn auch erst drei Tage im Nachhinein. In den USA müssen die betroffenen Manager solche Transaktionen schon vorab publizieren. Recht freigiebig verfährt die Deutsche Börse offenbar auch bei einer weiteren Regel: So müssen die Firmen spätestens nach drei Monaten ihren Bericht für das letzte Quartal einreichen. Doch zum jüngsten Stichtag kamen gleich 29 Unternehmen dieser Pflicht nicht nach. Börsenexperten wie der Frankfurter Bankrechtler Theodor Baum halten das Regelwerk des Neuen Marktes deshalb weiterhin für stark verbesserungswürdig. ‚Was nützen die wunderbarsten Regeln, wenn keine echten Sanktionen drohen?', fragt Baums. Er rät: Die Börse sollte die Unternehmen, die gegen das Regelwerk verstoßen, mit saftigen Vertragsstrafen belegen oder ‚beherzter rausschmeißen' – ähnlich, wie dies die Nasdaq macht."[375]

Die Deutsche Börse AG hat Regeln, die der *Spiegel* für unabdingbar hält, zu spät eingeführt. Viele Unternehmer haben sich längst rechtzeitig von ihren Aktienbeständen getrennt, bevor die Kurse nach Gewinnwarnungen und Insolvenzankündigungen eingestürzt sind. Das verlorene Vertrauen der Anleger lässt sich jetzt, angesichts der niedrigen Kurse, nicht mehr durch nachträgliche Regeländerungen zurückgewinnen. Zudem sind die neuen Regeln aber auch nicht konsequent genug, bieten also weiterhin die Möglichkeiten für anlegerschädliches Verhalten. Der Maßstab für die Inkonsequenz ist dabei die Abweichung vom Regelwerk der amerikanischen Nasdaq. Wie im Jahr 2001 die amerikanische Börsengesetzgebung und Strafverfolgung als Vorbild für den deutschen Staat immer wieder herangezogen wird, gilt dem *Spiegel* das Regelwerk der Nasdaq als Vorbild für den Neuen Markt.[376] Weitere Mängel im Regelwerk sieht der *Spiegel* in dem nicht vorgesehen Ausschluss von Aktiengesellschaften vom Neuen Markt, wenn diese unter einem Euro notieren. Dieses Delisting von so genannten „Pennystocks" ist an der Nasdaq üblich, weil die billigen Aktien „Zocker" anlocken, die ein längeres

[374] Spiegel, 17/2001, S. 96-100 und Spiegel, 28/2001, S. 86-88.
[375] Spiegel, 17/2001, S. 100.
[376] Für die Gesetzeslage und Strafverfolgung in den USA als Vorbild siehe: Spiegel, 50/2000, S. 85; Spiegel, 8/2001, S. 89 und 102; 25/2001, S. 95 und 96; Spiegel, 10/2002, S. 92. Regelwerk der Nasdaq als Vorbild siehe: Spiegel, 4/2001, S.102; Spiegel, 28/2001, S. 88 und Spiegel, 30/2001, S. 71.

Engagement nicht einmal mehr als Möglichkeit in Betracht ziehen, dadurch die Kurse starken Schwankungen unterliegen und mit dieser Wirkung eine breitere Masse an Anleger abschreckt wird. Angesichts der Lage des Neuen Marktes muss etwas passieren, doch „Börsenchef Seifert schaut dem Niedergang seines einstigen Vorzeigeobjektes tatenlos zu.“[377]

Gelten die amerikanischen Regularien im Jahr 2001 als Vorbild für Deutschland, so macht im Jahr 2002 die amerikanische Finanzsphäre zunächst durch die Insolvenz von Enron und schließlich durch erfolgreiche Ermittlungen auf Kursbetrug bei großen Banken auf sich aufmerksam:

> „Das Vertrauen in das System selbst ist erschüttert und, was vielleicht noch schwerer wiegt, in seine Institutionen. Denn das ist die eigentlich erschreckende Parallele zwischen dem Enron-Debakel und dem Wall-Street-Skandal: Wieder einmal haben die zuständigen Aufsichtsorgane nichts bemerkt, allen voran die SEC, jene hoch gelobte Börsenbehörde, die doch geradezu als Musterbeispiel effektiver Kapitalmarktkontrolle galt. Wieder einmal haben alle Vorschriften und Regularien, die einen fairen und vor allem rechtmäßigen Wertpapierhandel sicherstellen sollen, einfach versagt.”[378]

Auf die detaillierte Kritik des *Spiegels* an den amerikanischen Verantwortlichen wird hier nicht weiter eingegangen, weil er sie nicht mehr ins Verhältnis zum Neuen Markt setzt. Der *Spiegel* hält nur fest, dass der auch von ihm herangezogene Maßstab für Börsenregeln, nicht mehr gelten kann. Auch in den USA haben die zuständigen Instanzen versagt.[379]

Für den *Spiegel* ist das anlegerschädliche Verhalten der Banken und Unternehmen der Grund für eine neue Phase der Krise des Neuen Marktes. Die Erwartungen der Anleger an die Vermehrung ihres Kapitals sind nicht nur in größerem Umfang nicht aufgegangen, sondern sie drohen dem Neuem Markt fern zu bleiben, weil den anderen Akteuren nicht zu trauen ist. Von der ökonomischen Krise des Neuen Marktes droht der Übergang in eine Existenzkrise des Neuen Marktes. Das Verhalten des Gesetzgebers und der Institution Deutsche Börse AG wird in diesem Zusammenhang als weitere Ursache dieser Krise angeführt, weil sie das anlegerschädliche Verhalten nicht unterbinden. Ihre regelbezogenen Maßnahmen kommen zu spät und ihre abschreckende Wirkung ist kaum vorhanden.

---

[377] Spiegel, 28/2001, S. 88.
[378] Spiegel, 20/2002, S. 79.
[379] Siehe auch: Spiegel, 36/2002, S. 128-130 und Spiegel, 46/2002, S. 208f.

Im Unterschied zu dieser Kritik finden sich im *Spiegel* Urteile über die beiden regulatorischen Instanzen, welche ein mangelhaftes Verhalten bereits in die Zeiten der Entstehung des Neuen Marktes zurückdatieren.

> „Denn vor allem die Unternehmen aus Technologiebranchen klagten darüber, dass sie nur schwer an Kapital kamen, um ihre Geschäftsideen umzusetzen. Der traditionelle Bankkredit blieb ihnen verschlossen, weil sie keine Sicherheiten vorweisen konnten: keine Maschinen, keine Immobilien, nur die Köpfe der Mitarbeiter. Die neue Börse erhob den Anspruch, diesen Widerspruch aufzulösen, sie sollte, ähnlich wie ihr großes Vorbild, die Nasdaq in New York, ‚eine Plattform für Wachstumsunternehmen schaffen', wie Reto Francioni beschreibt. Francioni, damals Vorstand der Börse, gilt als der eigentliche Vater des Neuen Marktes. Rund 20 Unternehmen wollte er im ersten Jahr etablieren, in den Jahren danach jeweils weitere 30. Doch inzwischen sind 341 Unternehmen notiert."[380]

Zunächst bestimmt der *Spiegel* den Ausgangspunkt des Neuen Marktes und seinen Zweck. In den neunziger Jahren waren Unternehmer mit Geschäftsideen und Mitarbeitern vorhanden, die aber an Kapitalmangel litten. Der herkömmliche Bankkredit blieb ihnen verwehrt, weil dieser an Sicherheiten geknüpft ist und die Technologieunternehmen keine materiellen Werte als Pfand vorweisen konnten. In den USA dagegen bot die Nasdaq solchen Unternehmen die Möglichkeit an der Börse Eigenkapital zu erlangen. Was die Spezifik eines „Wachstumsunternehmens" ist, erfährt man in dem Artikel, abgesehen von dem Merkmal „keine Sicherheiten" nicht. Mit dem Neuen Markt wollten die Gründer dieses Erfolgsmodell in Deutschland kopieren. Ein „ehrenwertes Anliegen", gibt der *Spiegel* zu.[381] Die erste Kritik richtet sich gegen den Vater des Neuen Marktes, Francioni, weil er weit mehr Unternehmen am Neuen Markt zugelassen hat, als er ursprünglich beabsichtigt hatte.[382] In der Kritik ist unterstellt, dass es Gründe gab, die Unternehmen nur in zwanziger oder dreißiger Schritten zuzulassen, welche in der Praxis dann ignoriert wurden. Statt ausgewählte, erfolgsversprechende Qualitätstitel zu fördern, hat der Neue Markt schließlich auf Masse statt Klasse gesetzt. Die Auswahl ist umso wichtiger, als dass selbst für die ausgewählten Wachstumsunternehmen, ein besonderes Risiko bestanden hat:

> „Die Gründer des Neuen Marktes waren sich der Risiken bewusst. Bis dahin konnten in Deutschland nur Unternehmen an die Börse gehen, die jahrelang

[380] Spiegel, 17/2001, S. 98.
[381] Spiegel, 17/2001, S. 98.
[382] Dieselbe Kritik richtet der Spiegel in einem Interview an den Aufsichtsratsvorsitzender der Deutschen Börse AG, Rolf Breuer: Spiegel, 1/2001, S. 82.

> solide Bilanzen und Gewinne vorzuweisen hatten. Jetzt sollten sich junge Start-ups mit nicht viel mehr als einer Idee Geld beschaffen können – und die Anleger sollten teilhaben an modernen Wirtschaftsmärchen à la Microsoft. Eine deutsche Nasdaq sollte geschaffen werden – mit allen positiven Auswirkungen auf den Strukturwandel der Wirtschaft. Von den Risiken für die Anleger sprach niemand."[383]

In dieser Kritik aus dem Frühjahr 2002 ist unterstellt, dass das ganze Projekt Neuer Markt prinzipiell spezifische Risiken beinhaltete, welche in der Eigentümlichkeit der Start-ups begründet lag, keine soliden Bilanzen und Gewinne vorzuweisen. Die Kritik richtet sich entsprechend nicht gegen bestimmte Maßnahmen, die Mängel aufweisen, sondern gegen die unterlassene Aufklärungsarbeit der Gründer über die von ihnen gewussten Risiken des Projektes Neuer Markt an sich. Welche Risiken im Einzelnen gemeint sind, führt der *Spiegel* nicht aus. Allenfalls lässt sich aus der Gegenüberstellung der herkömmlichen Aktiengesellschaften und den jungen Unternehmen am Neuen Markt erahnen, woran der *Spiegel* denkt. Aus dem Faktum, dass bisher nur Unternehmen an die Börse gehen konnten, denen aufgrund solider Bilanzen und Gewinne auch das Leihkapital der Banken zur Verfügung gestanden hätte, schließt der *Spiegel*, dass es seine Gründe gehabt haben wird – wenn er sie auch nicht weiter ausführt. Im Vergleich zu diesen unbestimmten Gründen, fällt dem *Spiegel* auf, dass die Förderung der Start-ups dieser Praxis widerspricht. Die Gelegenheit auf eine deutsche Microsoft zu setzen, wurde den Anlegern geboten, das Risiko, welches in dem Abweichen bisher üblicher Börsenpraktiken lag, dagegen verschwiegen.

Im späten Rückblick wird auch der Staat in Hinblick auf die Entstehung des Neuen Marktes kritisiert. Der Anlass der Kritik sind die Nachwehen der New Economy, in der die Wagniskapitalgeber viele ihrer Beteiligungen abschreiben müssen. Da die Wagniskapitalgeber sich im Rahmen des staatlichen Förderprogramms „Beteiligungskapital für kleine Technologieunternehmen" (BTU) rückversichert haben, können sie „dank der staatlichen Ausfallgarantien (…) einen Teil ihrer Verluste sozialisieren."[384]

[383] Spiegel, 10/2002, S. 88f.
[384] Spiegel, 32/2002, S. 78.

> „Tatsächlich bestreitet kaum jemand, dass das BTU-Programm, das inzwischen massiv zurückgefahren wurde, den dringend notwendigen Dünger für die deutsche Gründerwüste geliefert hat."[385]

Das BTU-Programm war eine entscheidende Bedingung für die Entstehung der New Economy in Deutschland und hatte keinen Erfolg. Statt einen neuen Finanzkapitalkreislauf zu stiften, in dem Wagniskapitalgeber junge Firmen unterstützen, die sie an der Börse gewinnbringend veräußern können, um mit dem Gewinn neue Gründer zu unterstützen, hat das Programm eine „Gründerwüste" hinterlassen.

> „Zudem haben die Versicherungen noch andere verheerende Effekte: Sie machten die Investoren leichtsinnig. Konzeptlosen Unternehmen wurden Mittel nachgeworfen, und die Förderbanken ‚ließen sich von der Fehleinschätzung der Marktentwicklung anstecken', kritisiert Franz Pleschak vom Fraunhofer-Institut."[386]

Der *Spiegel* hat, wie zuvor dargestellt, an den Unternehmern, Wagniskapitalgebern und Emissionsbanken die Kritik geäußert, viele nicht börsenreife Firmen geschaffen zu haben. In diese Kritik schließt der *Spiegel* rückblickend nun auch den Staat in seiner wirtschaftspolitischen Tätigkeit ein. Mit seinen Angeboten hat er den Leichtsinn befördert anstatt qualitativ gute Unternehmen zu unterstützen.

1.2. FAZ

Die Berichterstattung über und die Besprechung von regulatorischen Maßnahmen bezogen auf den Neuen Markt fällt in der *FAZ* umfangreich und detailliert aus. In der Hauptsache ist das anlegerschädliche Verhalten der Unternehmen der Anlass, um über die Regeln und gesetzlichen Grundlagen des Neuen Marktes nachzudenken. Allerdings präsentiert die *FAZ* daneben eine Fülle von weiteren Betrugsfällen oder grenzwertigem Verhalten, das die Banken in ihren verschiedenen Funktionen, die Wirtschaftsprüfer, die Broker, die freien Vermittler, die Wagniskapitalgeber oder die privaten Anleger selbst betrifft. Ebenso differenziert werden die zuständigen Instanzen besprochen, denen Mängel zugeschrieben werden oder an die Forderungen gestellt werden. Neben dem Bund und der Deutschen Börse AG, wird entsprechend der Zuständigkeiten auf einzelne Ministerien eingegangen, auf die einzelnen juristischen Zuständigkeitsbereiche und auf das Land Hessen, da es aufgrund des Länderechts für den Neuen Markt in Frankfurt zuständig ist.

[385] Spiegel, 32/2002, S. 79.
[386] Spiegel, 32/2002, S. 79.

Alle Facetten der Berichterstattung, Kritik und Diskussion der Börsenregulation können in dieser Arbeit hinsichtlich der *FAZ* nicht dargestellt werden, weil sie vom Umfang her den Rahmen sprengen würden. Daher wird im Folgenden eine schon stärker analytisch gegliederte Darstellung gegeben. Phasenweise deckt sich die Kritik der *FAZ* mit der des *Spiegels*, wenn sie den regelsetzenden Instanzen Versäumnisse vorwirft. Zu anderen Zeitpunkten warnt sie aber vor übertriebenen Aktionismus, weil er wirkungslos und darüber sogar schädlich für das Börsensegment sei. Im Folgenden wird zunächst diejenige Kritik der *FAZ* dargestellt, die sich mit der des *Spiegels* deckt. Die abweichenden und teils entgegengesetzen Aussagen werden getrennt davon dargestellt, um anschließend die Argumentationswechsel in einem zeitlichen Überblick zusammenzufassen.

Mitte 2001 wirft die *FAZ* der Öffentlichkeit Gleichgültigkeit gegenüber dem Neuen Markt vor und kritisiert die zuständigen Instanzen:

> „Von ernstzunehmenden Schritten zur Sanierung dieses angeschlagenen Marktes ist nichts zu spüren. Die Regelungen zu Aktientransaktionen von Vorständen sind ein schlechter Scherz, ein Delisting von zu Zockerpapieren verkommenen Penny Stocks läßt auf sich warten. Die Zahl von Insiderverstößen und Kursmanipulationen nimmt zu. (…) Von der Entwicklung an der Nasdaq hat sich der Neue Markt aufgrund seiner strukturellen Fehler und des zerstörten Vertrauens längst abgekoppelt. (…) Wo das Instrumentarium der Börse nicht reicht, muß der Gesetzgeber nachhelfen. Die Aufsicht muß verbessert werden. Vor allem müssen Strafen im Fall eines Vergehens richtig schmerzen. Die Höhe der von der Aufsicht bisher verhängten Strafen tragen Züge des Lächerlichen. Solange für Investoren nicht die Gewissheit besteht, daß böse Buben (…) die volle Wucht des Gesetzes trifft, werden sie keinen Pfennig investieren.“[387]

Die Börse, der Gesetzgeber und die staatliche Aufsicht tragen mit ihren tatenlosen oder zögerlichen Verhalten zur Krise des Neuen Marktes bei. Die Anleger bleiben dem Marktsegment fern, weil gehäuft betrügerisches Verhalten vorhanden ist, und diesem durch die zuständigen Instanzen keine wirksamen Grenzen gesetzt werden.[388] Notwendige Regeln fehlen, die bestehenden werden nicht konsequent angewendet und festgestellte Übertretungen werden mit Strafen belegt, die aufgrund ihrer geringen Höhe, keine abschreckende Wirkung entfalten.

[387] FAZ, 03.06.2001, S. 25.
[388] Siehe auch: FAZ, 12.05.2001, S. 25 und FAZ, 11.07.2001, S. 25.

„Der Neue Markt ist für die deutsche Volkswirtschaft zu wichtig, um auch bei vielen geprellten Privatanlegern weiterhin den Eindruck entstehen zu lassen, das Regelwerk bleibe hinter denen eines Spielcasinos zurück.“[389]

Auch die *FAZ* sieht eine drohende Existenzkrise des Neuen Marktes, weil die Anleger wegbleiben. Der Anlegerschutz hat hier für die *FAZ* eine wirtschaftspolitische Funktion. Der Neue Markt hat für die Volkswirtschaft eine große Bedeutung, daher müssen die zuständigen Instanzen mit ihren Regeln deutlich machen, dass die Anleger verlässliche Spekulationsgrundlagen haben.[390]

„Damit der Neue Markt doch noch zum Qualitätsmarkt wird, muß der Anlegerschutz weiter verbessert werden. Diejenigen Unternehmer, die mit krimineller Energie Geschäftszahlen fälschen und die Anleger in betrügerischer Absicht in die Irre führen, müssen mit schmerzlichen Sanktionen bestraft werden. Die deutschen Aufsichtsämter für Wertpapier- und Bankgeschäfte müssen künftig ähnlich effizient wie die amerikanische Aufsichtsbehörde SEC arbeiten.“[391]

Als Vorbild für die Durchsetzung bestehender Regeln wird die amerikanische SEC vorgestellt. An ihr sollten die deutschen Behörden Maß nehmen. Die Forderung nach konsequenter Überwachung und Durchsetzung der bestehenden Regeln wird von der *FAZ* im März und im Mai 2002 wiederholt.[392]

Soweit ist die Kritik der *FAZ* an die regelsetzenden und überwachenden Instanzen identisch mit der des *Spiegels*. Allerdings tritt in der *FAZ* diese Form der Kritik an den regelsetzenden Instanzen so eindeutig nur in einem kurzen Zeitraum, Mitte 2001, auf. Die Kritik an der mangelhaften Durchsetzung der schon bestehenden Regeln und Gesetze hält darüber hinaus bis in den Mai 2002 an. Vorher und nachher sind aber teils entgegengesetzte Urteile, teils Abschwächungen dieser Kritiken zu finden.

„Ebenso muß nicht unbedingt dem – nicht ganz uneingennützigen – Wehklagen des Bundesaufsichtsamts zugestimmt werden, das sich gern als ‚zahnlosen Tiger’ darstellt und für neue Kompetenzen, etwa auf dem Feld der Ordnungswidrigkeiten, wirbt. Schließlich schreibt das Gesetz schon jetzt vor, daß der Frankfurter Behörde jegliche Wertpapiertransaktion gemeldet wird – ein unermesslicher Datenstrom, der dort permanent durch die Computer läuft und von einer Software automatisch auf Verdächtige durchgerastert wird. Die

[389] FAZ, 12.05.2001, S. 25.
[390] Für die volkswirtschaftliche Bedeutung des Anlegerschutzes siehe auch: FAZ, 12.05.2001, S. 13 und FAZ, 30.06.2001, S. 25.
[391] FAZ, 11.07.2001, S. 25.
[392] Siehe FAZ, 06.03.2002, S. 13 und FAZ, 14.05.2002, S. 29.

> fast allmächtig erscheinende Securities and Exchange Commission in Washington dürfte jedenfalls nicht das Leitbild einer Reform sein.“[393]

In einem Artikel Anfang des Jahres 2001, in dem über die Wirkungslosigkeit der Gesetze zum Kursbetrug und Insiderhandel berichtet wird, weil die mit Strafverfolgung beauftragten Behörden nicht über die entsprechende Kompetenz verfügen, warnt die *FAZ* zugleich vor Übertreibungen. Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BaWe) z.B., ist nicht so schlecht aufgestellt, wie die Behörde selber sagt. Die *FAZ* verdächtigt diese Institution sich selber als ohnmächtig darzustellen, weil sie sich auf Kosten einer allgemeinen vernünftigen Lösung in den Vordergrund stellen will. Ohne jede weitere Begründung, meint die *FAZ*, dass die amerikanische SEC nicht als Leitbild dienen dürfe. Wie oben dargestellt, ändert sich diese Position innerhalb des nächsten halben Jahres, wenn die *FAZ* fordert, dass die deutschen Aufsichtsbehörden ähnlich effizient wie die SEC arbeiten sollten.

In späteren Artikeln von Juli 2002 bis in das Jahr 2003 widerspricht die *FAZ* den Kritiken ihrer Reformphase mit neuen Argumenten:

> „Hohe Haftstrafen entfalten in den seltensten Fällen jene abschreckende Wirkung, die ihnen bisweilen zugeschrieben wird. Zudem ist fraglich, ob die staatliche Kontrolle der Wirtschaftsprüfer verhindern kann, daß mit krimineller Energie Akten vernichtet werden, um Bilanzmanipulationen zu vertuschen. Statt dessen steht zu befürchten, daß das Gesetzeswerk ein Stück weit auch jene Kräfte knebelt, die der amerikanischen Wirtschaft zu einem dauerhaften Wachstum verhelfen könnten.“[394]

Das Zitat stammt aus einem Artikel, der Mitte 2002 veröffentlicht wurde und sich auf die USA bezieht. Als Reaktion auf die großen Finanzskandale Enron und Worldcom, beschließt die amerikanische Regierung ein Gesetzespaket, in dem Strafen erhöht, Unternehmensführer stärker in die Pflicht genommen und Wirtschaftsprüfer einer staatlichen Aufsicht unterstellt werden, zum Schutz der Anleger. Die Diskussion der amerikanischen Verhältnisse wird hier deshalb aufgenommen, weil darin so deutlich wie in keinem auf Deutschland bezogenen Artikel zwei Kontrapunkte gesetzt werden: Hohe Strafen haben selten eine abschreckende Wirkung und staatliche Überwachung ist ein fraglicher Versuch, Bilanzmanipulationen dingfest zu machen. Diese Urteile stehen im Gegensatz zu den oben benannten Kritiken der *FAZ*, die regelnden Instanzen hätten durch zu wenig Überwachung und geringe Strafen, zur Krise des Neuen Marktes beigetragen.

[393] FAZ, 18.01.2001, S. 15.
[394] FAZ, 12.08.2002, S. 9.

Bezogen auf Deutschland wird dieser Widerspruch in ein und demselben Artikel präsentiert:

> „Auch der Kapitalmarkt ist darauf angewiesen, daß die Strafjustiz wenigstens elementare Spielregeln durchsetzt. So dient es dem Vertrauen bei Anlegern, daß mittlerweile die ersten Gauner des Neuen Marktes hinter Gittern sitzen. (…) Ohnmächtig ausgeliefert sind die Betroffenen den Staatsorganen aber nicht. Wer sich den besten und teuersten Rechtsrat kaufen kann, hat allerhand Möglichkeiten, einer sich chronisch überlastetet fühlenden Justiz Paroli zu bieten. Ein Privileg haben dabei Wirtschaftskriminelle und Rauschgifthändler gemeinsam: Mit einer Mischung aus Geständnisbereitschaft und der Drohung mit einer Flut von Beweisanträgen können sie mit Richtern und Anklägern allemal einen Strafrabatt aushandeln.“[395]

Die *FAZ* gibt hier eine Begründung an, warum die Strafverfolgung Wirtschaftkriminalität nicht verhindert. Die entsprechenden Verantwortlichen beziehen sich erstens berechnend auf die rechtsstaatliche Verfassung, in dem sie, mit genügend Geld ausgestattet, das Gerichtsverfahren selber in die Länge ziehen und damit die Justiz personell und kostenbezogen unter Druck setzen können. Damit schaffen sie das Interesse, in der Justiz auf Geständnisse strafmildernd einzugehen. Zweitens beziehen sich die Wirtschaftskriminellen berechnend auf die Strafhöhe, die sie durch ihre erste Berechnung verringern. Die Strafe wird damit ein Preis, welcher betriebswirtschaftlich auf den durch den Betrug gewonnenen Vorteil bezogen wird. Wie bei Drogenhändlern scheint sich diese Berechnung zu rentieren.

Damit will die *FAZ* aber nicht sagen, dass die entsprechenden Gesetze und deren Durchsetzung überflüssig sind. „Elementare Spielregeln“ müssen und können durchgesetzt werden, dies ist eine Notwendigkeit für den Kapitalmarkt. Diese Notwendigkeit wird aber nicht etwa in einem „fairen Preis“ begründet, sondern in der Wirkung auf das Vertrauen der Anleger. Zusammengefasst ist hier die Argumentation der *FAZ* die, dass dauerhafte Wirtschaftskriminalität nicht verhindert werden kann, aber zumindest der Eindruck entstehen müsse, dass dies nicht die Regel ist.

In beiden Artikeln, in denen die *FAZ* der Idee widerspricht, dass durch Gesetze, Regeln und konsequenter Strafverfolgung der Wirtschaftskriminalität absolut entgegen getreten werden kann, findet sich der Hinweis auf die volkswirtschaftliche schädliche Wirkung von zu vielen Gesetzen und Regeln. Hat die *FAZ* bislang noch

[395] FAZ, 26.02.2003, S. 9.

auf die volkswirtschaftliche Funktion des Anlegerschutzes hingewiesen, für den es mehr Gesetze, Überwachung und konsequentere Strafverfolgung bedarf, betont sie im Juli 2002 die schädliche Seite für die Unternehmen.

> „Welchen Sinn macht – abgesehen von rechtlichen Schwierigkeiten, Kompetenzstreitigkeiten und dem Gerangel um Zuständigkeiten – eine Verschärfung der Regeln und der Aufsicht? Die finanziellen Belastungen durch die Auflagen für eine Notierung am Neuen Markt sind schon jetzt für kleinere Unternehmen an der Grenze der Zumutbarkeit. Je komplexer und ambitionierter das Zulassungsverfahren und die Notierungsbedingungen werden, um so eher verhindert dies die Notierung jener Unternehmen, die man eigentlich an den Neuen Markt locken will.“[396]

Anlass dieser Überlegungen sind Diskussionen im Börsenrat der Deutschen Börsen AG, die Börsensegmente neu zu strukturieren. Zwar ist die Abschaffung des Neuen Marktes noch nicht Thema, dafür aber das zukünftige Premiumsegment und mit diesem neue Auflagen für die Aktiengesellschaften. Die *FAZ* warnt in diesem Zusammenhang vor übertriebenen Reformeifer: Die Auflagen für die Unternehmen, welche Transparenz für die Anleger schaffen sollen, machen sich als Kosten geltend. Bilanzvorschriften, die Pflicht relevante Unternehmensdaten zu veröffentlichen und zuständigen Überwachungsbehörden Daten und Personal zur Kommunikation zur Verfügung zu stellen, sind für die Unternehmen keine Investitionen, sondern negative Kosten. Bei jungen Unternehmen mit wenig Kapital, Angestellten und Erfahrung fallen diese Ausgaben besonders ins Gewicht. Soll der Kapitalmarkt seine wirtschaftsfördernde Funktion einnehmen, so sind nicht nur die Interessen der Anleger zu berücksichtigen, sondern auch die Belastungen für die Unternehmen. Beide Seiten sind in einer Güterabwegung zu vermitteln. Hier liegt auch der Grund für die wechselhaften Positionen der *FAZ*.

Von Herbst 2000 bis Mitte 2001 fordern nur die Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre (SdK) und die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) insgesamt strengere Gesetze und Regeln. Alleine, dass die Unternehmer ihre eigenen Aktiengeschäfte erst nach vollzogenem Verkauf der Aktien offen legen müssen, hält die *FAZ* in dieser Zeit für einen Mangel.[397] Ansonsten aber sind für sie die bestehenden Gesetze und die Börsenaufsicht ausreichend. Statt neuer Gesetze braucht es Marktteilnehmer, die verantwortungsvoll mit den bestehenden

[396] FAZ, 19.07.2002, S. 11.
[397] FAZ, 21.12.2000, S. 33; FAZ, 30.01.2001, S. 15; FAZ, 12.05.2001, S. 25 und FAZ, 30.06.2001, S. 25.

Vorschriften umgehen.[398] Bevor die *FAZ* im Juli 2001 ihre Position kurzfristig ändert und stärkere Gesetze und Regeln fordert, erscheint noch ein Leitartikel, in dem die Güterabwegung an verschiedenen möglichen neuen Regeln explizit durchgeführt wird.[399] Ab dem August 2001 warnen die Artikel dann vor einer Überregulierung und weisen auf den zweifelhaften Effekt strengerer Gesetze und auf die Belastung für die Unternehmen hin. Die *FAZ* widerspricht dem obigen Urteil, nach dem die Deutsche Börse AG und der Gesetzgeber einen Beitrag zur Krise geleistet haben, und kehrt zum Standpunkt des Jahres 2000 zurück:

> „Die Fehler liegen nicht an der Börse. (…) Geordnete Rahmenbedingungen, wie sie zum Beispiel in Deutschland insgesamt vorherrschen, entheben die Marktteilnehmer nicht der Verantwortung für ihr Tun.“[400]

Die *FAZ* hält die bestehenden Regeln und Gesetze für ausreichend, alleine in der Durchsetzung durch die Aufsichtbehörden fordert sie mehr Konsequenzen. Aber auch diesen Standpunkt verlässt sie im Juli 2002 und warnt vor den Belastungen für die Unternehmen durch eine Börsenaufsicht „mit mehr Biß“.[401]

Allerdings schließt sich die *FAZ* Ende 2001 der Kritik an, nach der die Deutsche Börse AG von Anfang an eine ungenügende Auslese bei den Unternehmen betrieben hat.

> „Auch die Banken und die Deutsche Börse haben ihren Anteil an der Misere: Kritiker bemängeln, daß man viele Unternehmen nicht an die Börse hätte bringen dürfen und auch nicht in ein Segment, das einen gewissen Qualitätsanspruch hat. Nicht marktreife Produkte, nicht tragfähige Geschäftsmodelle, unzureichende Management-Strukturen und –Qualifikationen lautet das vernichtende Fazit der Analysten.“[402]

Wie der *Spiegel* kritisiert auch die *FAZ* rückblickend die Deutsche Börse AG für ihre liberale Zulassungspolitik. Die Kritik, dass am Neuen Markt viele Unternehmen gelistet sind, die nicht an die Börse gedurft hätten, wird also von den Unternehmern und Emissionsbanken auf die Zulassungsstelle Deutsche Börse AG erweitert. Welches Maß für den „gewissen Qualitätsanspruch“ anzulegen wäre, ist für die *FAZ* in einem anderen Artikel allerdings eine offene Frage:

---

[398] Siehe FAZ, 11.10.2000, S. 17; FAZ, 05.12.2000, S. 17 und FAZ, 12.12.2001, S. 13.
[399] FAZ, 25.05.2001, S. 13.
[400] FAZ, 12.12.2001, S. 13.
[401] FAZ, 19.07.2002, S. 11.
[402] FAZ, 28.12.2001, S. 25. Siehe auch: FAZ, 06.03.2002, S. 13.

> „Die Idee vom Wagniskapital verträgt sich nicht mit dem Wunsch einer reglementierten Vollkasko-Börse. Hier liegt ein weiteres Problem des Neuen Marktes. Nie ist recht entschieden worden, was er sein soll: Ist er ein Börsensegment für neu gegründete Unternehmen und Wagniskapital, oder soll er Wachstumsunternehmen beherbergen, die beim Börsengang zumindest schon an der Schwelle zum Gewinn stehen? Nur im letzteren Fall sollte über eine Verschärfung der Qualitätskontrolle nachgedacht werden, im ersteren würde Überreglementierung das Wachstumskapital aussperren.“ [403]

Der Neue Markt ist ein Börsensegment für eine bestimmte Unternehmensgattung, die sich von den herkömmlichen Börsenwerten unterscheidet. Allerdings scheint diese spezifische Gattung von Unternehmen nicht genau definiert zu sein, weder in der Vergangenheit, noch zum Zeitpunkt als über die Reform des Neuen Marktes nachgedacht wird. Die *FAZ* unterscheidet hier zwei mögliche Abgrenzungskriterien: Wachstumsunternehmen versus Wagniskapital. Wachstumsunternehmen charakterisiert die *FAZ* dadurch, dass sie mindestens an der Schwelle zum Gewinn stehen sollten. Im Gegensatz dazu steht das Kriterium „junge Firmen“, die erst durch Wagniskapital ins Leben gerufen worden sind. Hier ist das Risiko im Gegensatz zu den Wachstumsunternehmen höher und sollte auch nicht durch zu hohe Regelansprüche gemindert werden. Hinsichtlich der Wachstumsunternehmen käme für sie eine Verschärfung der Qualitätskontrollen in Frage. Das Wachstumskapital dagegen, würde sie aussperren. Diese Verwechslung von Wachstumskapital und Wagniskapital am Ende des Zitats könnte ein Indiz dafür sein, dass der „gewisse Qualitätsanspruch“ ein Unterscheidungsproblem in sich trägt.

1.3. Zusammenfassung der Kritiken und Relativierungen

Auf zwei Weisen haben die regelnden Instanzen zur Krise des Neuen Marktes beigetragen. Erstens hat die Deutsche Börse AG von Anfang an zu viele Unternehmen am Neuen Markt zugelassen, die nicht börsenreif waren. Der *Spiegel* wirft den Gründern des Börsensegmentes darüber hinaus vor, nicht vor den Risiken des Neuen Marktes überhaupt gewarnt zu haben und bezieht weiter den Staat in die obige Kritik mit ein, wenn er die Förderprogramme des Bundes kritisiert. Zweitens lassen die zuständigen Instanzen den Betrugsmöglichkeiten oder anderem anlegerschädlichen Verhalten zu viel Raum durch fehlende oder zu vage Gesetze, mangelhafte Durchsetzung der bestehenden Gesetze und zu geringe Strafen. Dadurch verlieren die Anleger das Vertrauen in die Spekulationsgrundlage und sorgen durch

[403] FAZ, 19.07.2002, S. 11.

Abwesenheit für eine Existenzkrise des Neuen Marktes.

Während der *Spiegel* diese Kritik im untersuchten Zeitraum in einfacher und konsequenter Weise beibehält, drängt die *FAZ* auf einen differenzierteren Umgang. Anlegerschutz ist notwendig, er ist aber zugleich ein Hindernis für die Unternehmen, deren Förderung doch der wesentliche Zweck des Neuen Marktes ist. Damit dieser Zweck aufgeht, ist der Anlegerschutz eine notwendige Bedingung für das Vertrauen und daher für die Beteilung von Anlegern an der Börse. Übertrieben darf dieser aber nicht ausfallen, weil er ansonsten den eigentlichen Zweck – Förderung der Unternehmen – unterbindet. In diesem Zusammenhang weist die *FAZ* Erwartungen an verschärfte gesetzliche Regelungen zurück. Sie verhindern den Betrug nicht, was ein weiteres Argument gegen zu scharfe Regelungen ist.

2. Analyse: Die Börsenregulation als Ursache der Krise?

a) Strenge Gesetze, konsequente Strafverfolgung und härtere Strafen verpflichten die Banken und Unternehmer auf das Interesse der Anleger bzw. unterbinden regelüberschreitende Tätigkeiten. Diese Gleichungen sind im *Spiegel* die Grundlage der Kritik an den Regulierungsinstanzen, wenn sie Schritte in diese Richtung unterlassen. Im Zeitraum vom Sommer 2001 bis zum Mai 2002 folgt auch die *FAZ* diesen Wirkungszusammenhängen, wenn sie höhere Strafen und vermehrtes Engagement der Überwachungsbehörden fordert. Im Zeitraum danach widerspricht sie diesen Überlegungen und stellt dar, dass höhere Strafen und vermehrte staatliche Kontrolle selten den oben behaupteten Effekt haben würden. Damit will die *FAZ* Gesetze und Strafverfolgung an sich nicht für überflüssig erklären, weil „elementare Spielregeln“ notwendig seien. Den Zweck dieser „Spielregeln“ verortet die *FAZ* aber nicht in dem materiellen Nutzen für die Anleger, sondern in der psychologischen Wirkung auf dieselben. Sie schaffen „Vertrauen“ und verhindern, dass der „Eindruck“ entstehe, die Börse sei nur ein undurchsichtiges Spielcasino. Der so geforderte „Anlegerschutz“ erhält damit eine andere Bedeutung: Nicht die Interessen der Anleger werden geschützt, sondern das Funktionieren des Kapitalmarktes bzw. hier, des Neuen Marktes. Dieser ist auf breite Anlegermassen angewiesen und die Gesetzeslage muss dafür hinreichen, bei dieser Masse den Eindruck zu hinterlassen, ihre Interessen würden geschützt, damit sie am Neuen Markt weiter aktiv bleiben.

Der Grund für die *FAZ*, warum mit der Gesetzeslage nicht allzu freigiebig zu Gunsten der Anlegerpsychologie umgegangen werden sollte, liegt nicht in der

behaupteten Wirkungslosigkeit auf die tatsächlichen Betrugsfälle. Von diesem Standpunkt aus könnte sich die *FAZ* zur materiellen Wirkung der Gesetze gleichgültig stellen, so lange sie ihre ideelle Wirkung auf die Anleger umso besser erfüllen. Die Notwendigkeit eines zurückhaltenden „Anlegerschutzes“ liegt für die *FAZ* in den Konsequenzen für die betriebswirtschaftliche Rechnung der Unternehmen. Die Gesetze und die mit ihnen verbundenen Auflagen machen sich bei ihnen als Geschäftskosten geltend und belasten sie gerade am Neuen Markt im besonderen Maße, weil sich die dort notierten Firmen durch eine geringe Kapitaldecke auszeichnen. Beide Gesichtspunkte, das Vertrauen der Anleger und die Rentabilität für die Unternehmen stehen also für die *FAZ* in einem Gegensatz und sind so zu vermitteln, dass der Neue Markt insgesamt funktioniert.

In dieser Hinsicht sind die Urteile der *FAZ* zu untersuchen, welche die Gesetze und Regeln für ausreichend befinden und stattdessen Verantwortung der Marktteilnehmer einfordern. Der Gesetzgeber und die Deutsche Börse AG, so die *FAZ*, haben eine gute Mitte in der oben beschriebenen Güterabwägung gefunden. Zugleich treten die Regelverstöße am Neuen Markt öffentlichkeitswirksam auf. Diesem Umstand begegnet die *FAZ* mit moralischen Appellen: Es brauche verantwortliche Marktteilnehmer. Diese „Lösung“ steht im Widerspruch zu der Darstellung des berechnenden Charakters der Vorstände. In dem Kapitel über die Funktion der Banken als Vermittler von Aktiengeschäften ist dargestellt worden, dass die *FAZ* den Vergleich der Bank mit einer Wohlfahrtseinrichtung kritisiert.[404] Der genuine Zweck der Banken ist der Gewinn und für Unternehmen ist dies im Sinne der *FAZ* ebenso anzunehmen. In diesem Kapitel ist dargestellt worden, wie die *FAZ* die Wirtschaftskriminalität so bestimmt, dass sie ausgehend vom Zweck „Gewinn“, sich berechnend auf den Rechtsstaat bezieht. In dieser Argumentation, mit der vermehrte Regeln für relativ wirkungslos erklärt werden sollen, ist die Gewinnrechnung der ganze Ausgangspunkt und ausgerechnet diese Charaktermasken der Konkurrenz sollen durch verantwortungsvolles Agieren das Drangsal von kapitalmarktfunktionalen Regeln und Betrug auflösen.

Der Argumentation der *FAZ* Folge geleistet gibt es für das Dilemma von Anlegerpsychologie und materiellen Interessen der Unternehmen keine sachliche Lösung. Weil sie aber unbedingt an einer Lösung festhalten will, kommt die *FAZ* auf

[404] Siehe „Die Vermittlung von Aktiengeschäften und Beratung als Ursachen der Krise“, S. 112.

die Moral. Im strengen Sinne löst die Forderung nach verantwortungsvollem Handeln keines der oben beschriebenen Probleme, erhält aber das Ideal, dass *es* gehen könnte. Damit liegt der Grund dieser moralischen Auflösung der widersprüchlichen Argumentationen der *FAZ* in dem Zweck, einen eigenständigen Beitrag für die Psychologie der Anleger zu leisten.

Im Lichte dieses analytischen Ergebnisses, stellt sich die Begründung des Betruges über die „kriminelle Energie" innerhalb der *FAZ* neu dar. Zunächst ist an die Untersuchung dieser Aussage in dem Kapitel über die „Unternehmen" zu erinnern.[405] Dort wurde dargelegt, dass mit der „kriminellen Energie" tautologisch die Vorstellung freigesetzt wird, der Betrug habe seinen Grund jenseits des Geldverdienens als Kraftfeld innerhalb besonderer Menschen. Relativ zu der Hoffnung auf verantwortungsvolle Marktteilnehmer leistet diese Vorstellung einen weiteren Dienst. Mit ihr wird ein Unternehmer- oder Bankierstypus geschaffen, der nicht anders kann als seiner ihm innewohnenden Energie Folge zu leisten, aber von der Wirtschaftsperson an sich getrennt wird. Damit schafft die *FAZ* ein negatives Spiegelbild, das Kriminalität scheinbar erklärt und zugleich auf die anderen Unternehmer als verantwortungsvolle Personen hoffen lässt.

Bleibt zu vermerken, dass sich der *Spiegel* nicht in diese Widersprüche begibt, weil er zwar die Güterabwägung seitens der Politik in Gestalt von Eichels Beamten zitiert, sie sich aber nicht zu eigen macht. Dabei ist auch der *Spiegel* nicht unmittelbar ein Parteigänger der Anlegerinteressen, sondern will sie gefördert wissen, damit der Finanzplatz Deutschland funktioniert. Aber ohne weitere Reflexionen auf die Interessen der Unternehmen oder Banken beklagt er den auftretenden anlegerschädlichen Betrug und relativ dazu das Versagen der regulierenden Instanzen.

b) Sowohl die *FAZ* als auch der *Spiegel* führen die amerikanische SEC einmal als Vorbild für Deutschland an und ein anderes Mal als schlechte Orientierungsgröße für die hiesigen Gesetzgeber. Allerdings beruht diese Gemeinsamkeit der beiden Printmedien auf einer gegensätzlichen Stoßrichtung.

Ohne weitere Begründung sagt die *FAZ* im Januar 2001, dass die SEC nicht als Vorbild für Reformmaßnahmen dienen dürfe. Nach der obigen Analyse dürfte der

[405] Siehe „Die Unternehmen als Ursache der Krise", S. 170.

Grund in der oben dargestellten Güterabwägung liegen, in der die SEC als übertriebener Anlegerschutz erscheint und die Unternehmen über Gebühr belaste. Im Sommer 2001 und in der ersten Hälfte des Jahres 2002 dagegen, in dem die *FAZ* ihre Haltung ändert, nimmt sie die SEC als Maßstab, um den Rückstand des deutschen Finanzplatzes in Sachen Anlegerschutz darzustellen. Dem *Spiegel* dient die amerikanische Börsenregulation zunächst durchgängig als Vorbild für die deutschen Verhältnisse. Die Differenz im Standard der beiden Länder ist für ihn der Ausweis für den Mangel in Deutschland und das Versagen der zuständigen Funktionsträger. Im Jahr 2002 kommt dann die Ernüchterung über das amerikanische Vorbild, dessen zu betreuender Finanzplatz öffentlichwirksam mit immer neuen Finanzskandalen auf sich aufmerksam macht. Angesichts dessen destruiert der *Spiegel* sein bisheriges Vorbild und konstatiert ein Versagen aller amerikanischen Regeln.

Das Urteil, nach dem die Börsenregeln den Zweck haben, für die Anleger eine „faire" Preisbildung zu garantieren und gesetzliche Regeln dazu auch im Stande sind, lässt sich der *Spiegel* durch keinerlei Reflexion erschüttern. Wenn der Betrug an der Börse nicht öffentlichkeitswirksam auftritt, dann gibt es für den *Spiegel* keinen Grund über den Sinn und Zweck des Börsenrechts zu reflektieren. Entsprechend beginnt die Kritik des *Spiegels* an den deutschen Verhältnissen relativ zu der Kritik an den anderen Akteuren zeitlich versetzt mit dem Jahr 2001. Während am Neuen Markt immer öfter Fälle von Bilanzfälschung und falschen Ad-hoc-Meldungen bekannt werden, scheint an der Nasdaq die Welt noch in Ordnung zu sein. Dies ist der Beweis für den *Spiegel*, dass die amerikanischen Börsenregeln als Vorbild für Deutschland zu dienen haben. Ein Jahr später zeigt sich aber auch dort, dass gesetzesübertretendes Verhalten eher zur Regel gehört, denn die Ausnahme bildet. Der *Spiegel* hält weiter an seinem Urteil fest und wirft jetzt auch der amerikanischen Börsenregulation einfaches Versagen vor. Nur in zitierter Form kommen die von der *FAZ* vorgetragenen Gedanken vor, nach denen einerseits eine wirksame Unterbindung von Betrug kaum möglich ist und andererseits auch gar nicht angestrebt werden sollte, weil dies die Unternehmen zu sehr belasten würde. Diesen Aussagen Folge geleistet, kann man aber nicht von Versagen der Börsenregulation sprechen, sondern eher von Ohnmacht oder aber davon, dass anderes bezweckt ist.

Die Abwesenheit von Inhalten kann nicht als Argument gegen die Krisenerklärung des *Spiegels* genommen werden, sondern höchstens als Indiz.

Insofern die mangelnde Reflexion des *Spiegels* in dieser eingeschränkten Form als Argument genommen wird, so ist die Konsequenz analog der schon zuvor dargestellten erfolgsorientierten Argumentationen zu bestimmen: Steigen die Kurse wieder und niemand hat Gründe, die Bilanzen der Unternehmen oder die Praktiken der Banken genauer zu untersuchen, beweist die Abwesenheit von öffentlich gewordenen Betrugsfällen die Wirksamkeit und Güte der Börsenregulation. Umgekehrt folgt unmittelbar erneut der Vorwurf des Versagens, wenn die Kurse wieder fallen würden und daraufhin genauer nachgeprüft würde. Der reflexionslose Bezug auf Erfolg und Misserfolg erhält und bestätigt zugleich das Ideal eines durch die richtige Anwendung von Gesetz und Strafe hergestellten betrugslosen Börsenverlaufs.

c) Neben der Kritik, die regulierenden Instanzen hätten dem Betrug zu großen Spielraum gelassen, ist der Vorwurf, sie hätten eine mangelnde Auslese in der Zulassung der Aktiengesellschaften betrieben, die zweite Ursachenbestimmung in der Erklärung der Krise des Neuen Marktes. Auch hier ist die *FAZ* differenzierter als der *Spiegel*, wenn sie ihre Forderung nach verschärften Qualitätskontrollen abhängig macht von der Unterscheidung zwischen neu gegründeten Unternehmen und Wachstumsunternehmen, die „beim Börsengang zumindest schon an der Schwelle des Gewinns stehen“. Für letztere könnten höhere Maßstäbe angesetzt werden, für die ersten nicht, weil diese dann gar nicht an die Börse gelangen würden. Kapital, das in ein neu gegründetes Unternehmen investiert wird, kennzeichnet die *FAZ* als Wagniskapital. Wenn sie aber die negativen Konsequenzen einer „Überregulierung“ beschreibt, so spricht sie vom „Wachstumskapital“, welches ausgeschlossen werde. Die *FAZ* wirft die beiden Unternehmenskategorien bzw. die Bezeichnungen des entsprechend angelegten Kapitals nach vollzogener Unterscheidung also durcheinander.

Beide Ausdrücke, sowohl Wagniskapital als auch Wachstumskapital, sind Pleonasmen. Jedes Kapital, auch das von BMW, unterliegt einem Verwertungsrisiko. Ob vergangene und zusätzliche Investitionen sich zukünftig rentieren werden, lässt sich zwar anhand der gegebenen Marktpreise und der zahlungskräftigen Nachfrage abschätzen, aber ob diese beiden Momente einer jeden Betriebskalkulation stabil bleiben oder nicht etwa Konkurrenten die Rechnung zur Makulatur machen, bleibt

stets ein Risiko.[406] Streng genommen ist jede Investition ein Wagnis und daher der Begriff des „Wagniskapitals“ ein verdoppelter Inhalt. Das gleiche gilt für den Begriff des „Wachstumskapitals“, denn welches Kapital hat nicht die Bestimmung zu wachsen? In beiden Begriffen werden also Momente, die jedes Kapital charakterisieren auf unterschiedliche Unternehmensgattungen verteilt.

In ihrer Verdoppelung scheinen die Begriffe die jeweiligen Momente unterstreichen zu wollen, so dass sich die einen durch ein besonderes Risiko von herkömmlichen Unternehmen abheben, die anderen durch ein besonderes Wachstums.

Im vorherigen Kapitel wurde bereits auf die Eigentümlichkeiten der „Wachstumsunternehmen“ eingegangen, soweit sie von der *FAZ* und dem *Spiegel* im Zusammenhang mit der Kritik an den verschiedenen Akteursgruppen dargestellt wurden. Beide Printmedien charakterisieren sie durch ein Engagement in neuen Geschäftsfeldern auf Grundlage neuer Technologien, die ein hohes Anwendungspotential in der Gesellschaft versprechen. Die Gewinnaussichten sind daher überdurchschnittlich. In der Regel haben diese Unternehmen entsprechend der neuen Geschäftsfelder eine kurze Historie. Der *Spiegel* verweist weiter auf fehlende tatsächliche Gewinne und kaum vorhandenes gegenständliches Betriebskapital. Die *FAZ* hat die mangelnden Gewinne bisher nicht erwähnt und trägt im Zusammenhang mit der Börsenregulation ein neues Kriterium für „Wachstumsunternehmen“ vor: Sie sollten beim „Börsengang zumindest schon an der Schwelle zum Gewinn stehen“. Der Gewinn wird so von der *FAZ* zum Unterscheidungsmerkmal zwischen Risikokapital und Wachstumsunternehmen eingeführt. Allerdings ist diese Scheidelinie nicht trennscharf, denn die *FAZ* fordert für Wachstumsunternehmen nicht etwa vorhandenen Gewinn, sondern die Eigenschaft, kurz vor dessen tatsächlicher Generierung zu stehen. Damit führt sie diejenige Zeit als Unterscheidungskriterium von Risikokapital und Wachstumskapital ein, innerhalb der sich die Aussicht auf Gewinn in Wirklichkeit verwandeln soll.

Das besondere Wagnis oder Risiko, nach dem das in junge Unternehmen investierte Kapital benannt wird, ist in keinem Artikel der *FAZ* explizit begründet. Allerdings lässt sich aus den Aussagen folgern, dass die Abwesenheit von Gewinn

[406] Dabei verändern nicht nur die Konkurrenten die Marktpreise, sondern bereits die Entscheidung des kalkulierenden Unternehmens selbst, den Warenabsatz auszuweiten, mit dem sie das Angebot relativ zur Nachfrage erhöht.

und das Engagement in neuen Geschäftsfeldern die Frage aufwirft, ob das Unternehmen überhaupt tatsächlich rentabel arbeiten wird. Die Unterscheidung der *FAZ* zwischen „Wachstumsunternehmen“ und „Wagniskapital“ vollzieht sich aber nicht entlang des Kriteriums, ob der Beweis für die Rentabilität des jeweiligen Geschäftsmodells erbracht ist, sondern entlang der zeitlichen Nähe zu diesem Beweis. Da aber auch die „Wachstumsunternehmen“ diesen Beweis noch nicht tatsächlich erbracht haben, ist bei ihnen das oben erschlossene besondere Geschäftsrisiko nach wie vor vorhanden. Daher ist die Unterscheidung der *FAZ* notwendigerweise unscharf. Dies könnte die Verwechslung von Wagnis- und Wachstumskapital erklären. Die Kritik an der Deutschen Börse AG, sie habe eine mangelhafte Auslese betrieben, verliert so ihre Substanz.[407]

Im Gegensatz zur *FAZ* unterscheidet der *Spiegel* nicht zwischen „Wachstumsbörse“ und „Risikosegment“ oder „Wachstumsunternehmen“ und „Wagniskapital“. Das besondere Risiko und die besonderen Gewinnaussichten sind für ihn zwei Seiten derselben Medaille. Entsprechend schlicht kritisiert der *Spiegel* die Zulassungsinstanzen für ihre mangelnde Auslese und zugleich dafür, über das prinzipielle Risiko des Neuen Marktes nicht aufgeklärt zu haben.

2.1. Zusammenfassung der Analyse

Mit einer vierteljährlichen Verzögerung wird im *Spiegel* und in der *FAZ* die Kritik an den anderen professionellen Börsenakteuren auf die regelsetzenden Instanzen verlängert. Die Deutsche Börse AG habe sich durch eine mangelhafte Auslese bei der Zulassung von Unternehmen am Neuen Markt ausgezeichnet. Der *Spiegel* kritisiert darüber hinaus die mangelnde Aufklärung über die spezifischen Risiken des Neuen Marktes und den Staat für seine leichtsinnige Wirtschaftsförderung. Die *FAZ* wiederum kritisiert die Deutsche Börse AG für ihre unklare Linie, für welche Unternehmen der Neue Markt eine Finanzierungsmöglichkeit sein sollte. Diese Kritik sowie der Vorwurf der mangelnden Auslese beruht auf der Möglichkeit Wachstumsunternehmen von Risikounternehmen zu unterscheiden. Zwar begründet keine der beiden Printmedien das besondere Risiko, aber im Zusammenhang mit den fehlenden Gewinnen und den neuen Geschäftsmöglichkeiten lässt sich erschließen, dass es in dem ausstehenden Beweis der Rentabilität überhaupt besteht. Die *FAZ*

[407] Im zweiten Teil dieser Arbeit wird diese Diskussion wieder aufgenommen, siehe das Kapitel „Das Spekulationsmaterial des Neuen Marktes“ S. 230ff.

versucht dieses Risiko von Wachstumsunternehmen zu trennen, indem sie die Zeit als Unterscheidungskriterium einführt, innerhalb derer die Aussicht zur Realität wird. Dieses Kriterium ist notwendigerweise unscharf und die Kritik der *FAZ* verliert damit ihre Substanz. Im *Spiegel* wird eine Unterscheidung gar nicht vorgenommen. Er kritisiert auf dem Wege der Unterstellung, dass hier eine Qualitätsauslese möglich wäre, das Versagen der zuständigen Instanzen. Für die *BILD*, welche sich zu den regelsetzenden Instanzen nicht kritisch äußert, bleibt festzuhalten, dass sie in keinem Zusammenhang irgendeine geartete Spezifik der Spekulation am Neuen Markt präsentiert.

Die zweite Hauptkritik an der Deutsche Börse AG und dem Gesetzgeber ist die zaghafte Gesetzgebung und Strafverfolgung zuungunsten der Anleger. Während der *Spiegel* ab Anfang 2001 konsequent an dieser Kritik festhält, ist sie in der *FAZ* nur im Zeitraum von Mitte 2001 bis Mitte 2002 zu finden. Die Analyse der wechselhaften und widersprüchlichen Argumentation der *FAZ* hat ergeben, dass sowohl ihre Kritik als auch die Warnungen vor zu großen Hoffnungen auf eine schärfere Regulierung ihren Grund in der psychologischen Betreuung der Anlegermassen besitzen. Auch der *Spiegel* vertritt die Anlegerinteressen nur relativ zum Funktionieren des Neuen Marktes insgesamt, hält aber einseitig an dem Vorwurf mangelhafter Regelumsetzung fest. Alleine die reflexionslose Art und Weise, wie die amerikanischen Regelinstanzen zunächst als Vorbild gelten und später selber mit dem Prädikat „versagt“ belegt werden, kann als Indiz für die Orientierung der Kritik entlang des Börsenerfolgs dienen. In diesem Falle enthält die Kritik kein aufklärendes Potential für zukünftige Zeiten. Sie ist ebenfalls als Idealbildung eines betrugsfreien Börsenverlaufs zu kennzeichnen, welche eine psychologische Betreuung der Anleger auf allgemeinen Maßstab darstellt.

IX. Zusammenfassende Analyse der Krisenerklärungen

Die Krisenerklärungen des Neuen Marktes sind in den vorherigen Kapiteln dargestellt und anschließend analysiert worden. Allerdings waren die Analysen in der Regel auf die Widersprüche innerhalb der jeweiligen Kapitel eingeschränkt. Auf übergreifende Zusammenhänge ist nur punktuell hingewiesen worden. In diesem Kapitel sollen die selbst aufgelegten Schranken der Darstellung und Analyse fallen gelassen und die Hauptlinien der jeweiligen Printmedien zusammenfassend dargestellt werden.

1. Die Krisenerklärung der FAZ

Der Niedergang des Neuen Marktes hat für die *FAZ* drei Gründe.

Erstens wird sie in einem ökonomischen Fehlverhalten aller Akteursgruppen verortet. Die Anleger haben sowohl im Boom als auch im Abschwung übertrieben. Sie haben herkömmliche Maßstäbe der Bewertung ignoriert und sich stattdessen an der allgemeinen Stimmung orientiert. Die Kleinanleger im Besonderen haben sich leichtgläubig auf die „Experten“ verlassen und das Risiko ignoriert, so dass ihre Enttäuschung und die Abwendung vom Neuen Markt zum Teil in ihrer eigenen mangelnden Erfahrung begründet liegt. Die Emissionsbanken haben zu hohe Emissionspreise angesetzt und zusammen mit den Risikokapitalisten den Anlegern mangelhaftes Spekulationsmaterial geliefert. In ihrer Beratungstätigkeit und der Vermittlung von Aktiengeschäften haben die Banken sich durch schlechte Ratschläge und zu hohe Gebühren hervorgetan. Die Analysten standen den Banken in allen diesen mangelhaften Tätigkeiten zur Seite. Sie haben nicht vor der stimmungsgeleiteten Spekulation gewarnt, sondern sie durch ihre unqualifizierten Berichte gefördert. Die Unternehmen haben mangelhafte Geschäftsmodelle gegründet oder aber durch ihre fehlerhaften Geschäftsstrategien für eine schlechte Spekulationsgrundlage gesorgt. Entsprechend konnten sie ihre zu positiven Gewinn- und Umsatzprognosen nicht einhalten, was dem Vertrauen der Anleger in die Werte des Neuen Marktes abträglich war. Die Deutsche Börse AG hat bei der Zulassung der Unternehmen an die Börse keine vernünftige Auslese betrieben und damit die Börsenkrise mit verantwortet.

Zum zweiten macht die *FAZ* bei zwei Akteursgruppen regel- oder gesetzesüberschreitende Tätigkeiten aus, die zusätzlich das Vertrauen in den Neuen

Markt zerstört haben. Während die Banken nur im Zusammenhang mit der so genannten „chinese wall“, also der Trennung der Analysen von den anderen Geschäftsbereichen der Banken, kritisiert werden, was in der *FAZ* aber höchstens als Graubereich ausgemacht wird, werden die Unternehmen zunehmend für ihre zweifelhaften Bilanz- und Publikationspraktiken kritisiert. Damit fördern sie den Eindruck der Anleger nicht nur in mangelhaften Geschäftsmodellen investiert zu sein, sondern in Werten, welche alleine auf Täuschung der Vorstände beruhen. Allgemein sieht die *FAZ* in diesen Praktiken ein zusätzliches Vertrauen zerstörendes Potential. In Hinsicht auf die Unternehmen stellt die *FAZ* sogar fest, dass selbst der Boom zum Teil auf dieser Täuschung beruht habe. Die Deutsche Börse AG und der Gesetzgeber werden in dieser Hinsicht nur kurzzeitig kritisiert, im allgemeinen meint die *FAZ* aber, dass die Verantwortung und damit die Schuld bei den ökonomischen Akteuren liege.

Als Bündel von Fehlverhalten und Betrug wurde die Börsenblase nicht durch einen Crash vernichtet, um anschließend auf niedrigerem Niveau weiter zu spekulieren. Nach und nach stiegen alle Investorengruppen aus, um anschließend vom Neuen Markt fern zu bleiben. Für die Unternehmen war so der Neue Markt keine Quelle für frisches Eigenkapital und für die Risikokapitalisten kein Mittel zur Liquidierung ihres Engagements in den Unternehmen. Der Versuch, einen gesonderten Geldkapitalkreislauf zu schaffen und diesen mit einem gesonderten Börsensegment zu unterstützen gab die Deutsche Börse AG schließlich auf.

Drittens verstärkt der allgemeine konjunkturelle Abschwung im Jahr 2001 den Kursverfall am Neuen Markt. Diese Erklärung soll in der *FAZ* aber explizit die beiden anderen Gründe nicht zurücknehmen. Neben dem konjunkturellen Abschwung bleiben die Fehler der Akteure als Ursache des Niedergangs bestehen.

Die allgemeinen Aussagen über die Krisenerklärung des Neuen Marktes müssen hinsichtlich der Zeitpunkte, an denen die *FAZ* die entsprechenden Begründungen der Krise präsentiert, konkretisiert werden:

So schreibt sie bis zum zweiten Crash im Herbst 2000 nur den Anlegern insgesamt ein Fehlverhalten zu, während die anderen Akteure erst nach diesem Zeitpunkt in die Kritik eingeschlossen werden. Im Rückblick wird ihnen ein Beitrag zum Boom zugeschrieben. Bezüglich der Börsenregulation fällt auf, dass sie erst mit einer vierteljährlichen Verzögerung Anfang 2001 zum Thema wird. Zunächst wird

nur die Deutsche Börse AG für ihre im Vergleich zur USA zurückhaltende Regelung des Verkaufs von Aktienpaketen seitens der Vorstände kritisiert. Zugleich warnt die *FAZ* aber auch vor Übertreibungen. Ab dem Sommer 2001 bis Mitte des Jahres 2002 wird die Ansicht vertreten, die Deutsche Börse AG und die staatlichen Instanzen hätten versagt, weil sie nicht konsequent genug gegen betrügerische Tätigkeiten der Börsenakteure vorgehe. Sie wechselt die Argumentation anschließend wieder, warnt vor übertriebenen Reformeifer und schließt die regulierenden Instanzen in dieser Hinsicht aus ihrer Krisenerklärung aus. Allerdings nimmt die *FAZ* die Deutsche Börse AG zum Ende des Jahres 2001 mit einem neuem Kritikpunkt in ihre Krisenerklärung auf. Durch ihre mangelhafte Auslese der Börsenaspiranten hatte sie für die *FAZ* im späten Rückblick schon im Boom ihren Beitrag zur anschließenden Krise des Neuen Marktes geleistet.

Die Analyse der obigen Krisenursachen in der *FAZ* hat in einigen Fällen deren Haltlosigkeit und in anderen Fällen aufgrund der Widersprüche offene Fragen ergeben. Dies zieht die Erklärungen in Zweifel und offenbaren andere Interessen seitens der *FAZ* in der Erklärung der Krise, als die Klärung dieser Frage für sich.

1.1. Der Gewinn und die Krise

Der Vorwurf an die Anleger, sie hätten aus Gier nach schnellem Geld die Börsenblase geschaffen, welche sich als Grundlage für den anschließenden Niedergang zeigte, ist ein tautologischer Versuch, die Börsenblase von einer vorgestellten rationalen Spekulation zu trennen. Die vorstellig gemachte „Kraft“, welche die Erscheinungen erklären soll, hat keinen anderen Beleg als die Erscheinungen selbst. Den nach Geldvermehrung strebenden Anlegern wird zum Vorwurf gemacht, dass ihr Zweck kein Maß hatte und Konsequenzen annahm, welche die Grundlagen ihrer Spekulation ruiniert habe. Der Zweck der Geldvermehrung schließt aber in sich keine Grenze ein und enthält die Rücksichtslosigkeit gegenüber seinen Bedingungen als Moment notwendig in sich. Mit der „Gier“ wird der Grund der Maßlosigkeit und Rücksichtslosigkeit vom Zweck der Geldvermehrung getrennt und in eine besondere geistige Einstellung zum Gewinn verlagert. Damit erklärt die *FAZ* die Krise des Neuen Marktes, soweit die Anleger ihren Beitrag dafür geleistet haben, nicht, sondern erhält sich und ihren Lesern das Ideal einer rationalen Spekulation, welche Krisen ausschließt.

Den Vorwurf einer gierigen Verhaltensweise reserviert die *FAZ* für die Anleger. Bei den Banken und Unternehmen stellt sie zwar den Zusammenhang von mangelhaften Verhalten und Gewinn her, verzichtet hier aber auf die Darstellung einer besonderen Haltung zum Gewinn. Im Gegenteil fühlt die *FAZ* sich durch die öffentliche Diskussion über die Fehler der Akteure am Neuen Markt zu einer Klarstellung herausgefordert. Der Gewinn ist der wesentliche Zweck der ökonomischen Institution „Bank". Dass diese nur auf Gewinn aus sei, hält die *FAZ* für einen haltlosen Vorwurf, weil sie dies während des normalen Börsenverlaufs auch ist und es dann niemanden stört. Die *FAZ* will damit aber nicht das Rentabilitätsprinzip auf seinen immanenten Widerspruch untersuchen, nach dem es Grund des phasenweisen Funktionierens und zugleich die Zerstörung seiner eigenen Bedingungen als Tendenz in sich trägt, sondern auf die Trennung von Gewinn und Krise hinaus. Das ausgemachte ökonomische Fehlverhalten ist für die *FAZ* zwar von der Geldvermehrung motiviert, hat seinen Grund aber jenseits dessen in zufälligen Irrtümern.

Im Fall der Analysten dagegen hält die *FAZ* die Notwendigkeit des Zusammenhanges zwischen Geldverdienen und dem für die Anleger schädlichen Verhalten der Analysten fest. Wegen des Lohnarbeits- und dem darin enthaltenen Dienstverhältnisses, reflektieren die Analysten die Interessen ihrer Arbeitgeber in ihre Berichte hinein. Allerdings verfolgt die *FAZ* auch an dieser Stelle ihren erschlossenen neuen Gegenstand, das Lohnarbeitsverhältnis, nicht weiter, sondern will Verständnis wecken, indem sie dieses Verhalten der Analysten als allzu menschlich kennzeichnet. Ein Verhalten, dass sich der spezifischen kapitalistischen Ökonomie verdankt, wird über den Weg der Unterstellungen des politökonomischen Faktums, dass die meisten Menschen im Kapitalismus auf Lohn angewiesen sind und darin die Dienstbarkeit für einen Geldeigentümer eingeschlossen ist, als anthropologische Konstante ausgewiesen. Mit der obigen Erklärung des Bankenzwecks zusammengeschlossen erhält man folgende aparte Erklärung: Dass die Analysten ihre Reporte auf die Interessen des Arbeitgeber abstimmen ist notwendig und erklärt ihre mangelhafte Hilfe für die Anleger. Dass die Banken in ihrer Tätigkeit selbst anlegerschädliche Resultate hervorbringen ist dagegen Zufall.

Zu diesem widersprüchlichen Ergebnis passt die Erklärung des betrügerischen Verhaltens der Unternehmen über die „kriminelle Energie" der Vorstände. Obwohl

die *FAZ* in einem Artikel den kalkulierenden Charakter der Wirtschaftskriminalität hervorhebt, erklärt sie die auftretenden Betrugsfälle der Unternehmer am Neuen Markt überwiegend tautologisch über einen Krafthaushalt in den Vorständen. Sie trennt damit den Betrug von den ökonomischen Zwecken der Akteure und setzt die Vorstellung frei, es gäbe Gründe für das gesetzesüberschreitende und gegenüber den Anlegern rücksichtslose Verhalten der Unternehmen jenseits des Zweckes, Geld zu verdienen.

1.2. Die Konkurrenz, der Druck und die Krise

Bezogen auf die Fonds und die Unternehmen relativiert die *FAZ* ihre Kritik durch den Hinweis auf die Konkurrenz und den Druck durch die Anleger bzw. des Finanzmarktes insgesamt. In zwei Hinsichten widerruft die *FAZ* mit diesen Aussagen ihr Urteil, die krisenfördernden Tätigkeiten der Fonds und Unternehmen hätten ihren Grund in einem Fehlverhalten. Erstens wird mit dem Hinweis auf die Konkurrenz und des Drucks durch die Anleger ein notwendiges Verhalten seitens der Fonds und Unternehmer behauptet, in Form einer Reaktion. Zweitens ist mit dem Hinweis auf die Konkurrenz und dem Druck ein Moment von Unsicherheit behauptet, welches denjenigen Kritiken der *FAZ* widerspricht, welche bei den Akteuren die Möglichkeit einer sicheren Planung des ökonomischen Erfolges unterstellt.

Schließlich trennt aber die *FAZ* in ihrer Argumentationsweise sowohl die krisenfördernden Tätigkeiten als auch die notwendige Unsicherheit von den ökonomischen Institutionen selbst und verlegt ihre Gründe in äußerliche Umstände. In der Analyse wurde versucht darzulegen, dass diese Trennung fehlerhaft ist, weil die Konkurrenz dem Zweck der Fonds und Unternehmen immanent ist und diese Institutionen sich affirmativ auf den Finanzmarkt beziehen. Damit trennt die *FAZ* die notwendigen Konsequenzen des Fonds- und des Unternehmergeschäfts von demselben und präsentiert damit eine Vorstellung des an sich guten Prinzips trotz der schlechten Wirklichkeit. Sie geht damit der Frage aus dem Weg, ob das krisenfördernde Verhalten der Fonds in ihren *normalen* Geschäftspraxen seinen Grund haben könnte, also nicht erst im abweichenden *Fehl*verhalten. Weiter liefert sie damit einen eigenständigen Beitrag zur Förderung des Vertrauens in den Neuen Markt bzw. in die Börse überhaupt. Angesichts des scheinbar allgegenwärtigen krisenfördernden Verhaltens der Fonds und Unternehmen, sollen die Anleger ihr Vertrauen in diese Institutionen an sich nicht verlieren.

Ähnlich verfährt die *FAZ* einmal in der Besprechung der Analysetätigkeit. Die auffällig vielen positiven Reports haben nach der *FAZ* auch ihren Grund in dem immanenten Problem der Analysten, dass Unternehmen ihnen zukünftig keine Informationen mehr zukommen lassen, wenn sie zu negativ über sie berichten. Auch hier entschuldigt die *FAZ* das Ideal der Analysetätigkeit, sie möge objektiv die Unternehmensaussichten feststellen, mit einer schlechten Bedingung, nämlich das Verhalten der Unternehmen. Damit fordert sie mehr Realismus in der Debatte über die Analystentätigkeit. Den Anspruch, die Analyse sollte objektiv sein, soll man als Ideal behalten, an der Realität einfach messen sollte man dieses aber nicht.

1.3. Die Unsicherheit der Analyse und die rationale Spekulation

In verschiedenen Kritiken an den Akteuren ist in der *FAZ* der Maßstab einer rationalen Spekulation unterstellt. Am deutlichsten bei den Kleinanlegern und den institutionellen Anlegern. Aber auch bei der Emissionspreisbildung, welche die Spekulationsentscheidungen der zukünftigen Anleger antizipieren soll. In der Kritik der Beratung durch die Banken ist ebenfalls der Maßstab einer objektiven Voraussicht enthalten.

In vier Artikeln wird dieser Forderung entgegengetreten. Fondsmanager hätten die Zukunft ihres Produktes nicht in der Hand, zweimal wird hervorgehoben, dass Prognose ein schwieriges Geschäft sei und die Prognose von Bedingungen abhinge, die selber Gegenstand der Prognose sind, so dass sich Analyse von Prophetie unterscheide. In allen Artikeln wird eine notwendige Unsicherheit behauptet, deren Grund aber nicht im Wesen der Aktienbewertung selbst begründet wird, sondern entweder durch Vergleiche oder Tautologien plausibel gemacht werden sollen.

Der interessierte Einsatz dieser Argumentationen ist denn auch explizit. Die Unsicherheit der Fondsprodukte soll den Kleinanleger davon überzeugen, wie wichtig die Beratung durch die Banken ist. Die anderen Artikel sollen die öffentliche Analystenkritik relativieren oder abschwächen, um den Berufsstand der Analysten vor einer absoluten Diskreditierung zu retten. Diese Interessen erklären die Form der Argumentation. Durch den Hinweis auf die Unsicherheit wird der Beratungsbedarf unterstrichen bzw. die Analysten ein wenig aus der Kritik genommen. Die Unsicherheit darf aber nicht im Wesen der Aktienbewertung begründet werden, weil ansonsten die Beratung und die Analyse ihre Rationalität verlieren würden.

1.4. Das spezifische Risiko des Neuen Marktes und die rationale Spekulation

Die Unsicherheit der Aktienanalyse für sich steht allgemein dem Vergleichsmaßstab der Kritik, rationale Spekulation, entgegen. Wenn diese Unsicherheit überhaupt quantifizierbar sein sollte, kommt der Hinweis der *FAZ* auf das besonders ausgeprägte Risiko der Werte des Neuen Marktes erschwerend hinzu. Auch wenn sie die Gründe des spezifischen Risikos in der Regel unterstellt und nicht ausführt, lässt sich erschließen, dass ein Grund in dem Umstand liegt, dass auf Unternehmen in neuen Geschäftsfeldern spekuliert wird, deren Rentabilität sich noch nicht erwiesen hat. Ein Totalverlust des investierten Kapitals ist daher nicht nur wegen der Konkurrenz möglich, sondern auch weil sich das Geschäftsfeld selber als nicht rentabel erweist. Die *FAZ* erklärt dieses besondere Risiko nicht explizit, aber wenn sie die Werte des Neuen Marktes mit Hedge-Fonds-Produkten vergleicht und im späten Rückblick sagt, dass sie für Kleinanleger nicht geeignet waren, könnte sie an diese Besonderheit gedacht haben.

Diese besondere Unsicherheit der Werte des Neuen Marktes lässt sich auch auf die Kritik an den Unternehmen, den Emissionsbanken und der Deutsche Börse AG beziehen, insofern sie „untaugliche Geschäftsmodelle“ für die Spekulation geliefert oder zugelassen haben. Die *FAZ* versucht sogar in ihrer Kritik an der Deutsche Börse AG dieses besondere Risiko hineinzureflektieren, indem sie die zeitliche Nähe zur Gewinnschwelle als Unterscheidungsmerkmal einführen will. Zwar lässt sich die Differenz eines Verlustes pro verkauften Produkt sicherlich quantitativ vergleichen, man erhält damit aber noch keinen Beweis des wirklichen Funktionierens des Geschäftsmodells und die spezifische Unsicherheit ist nach wie vor vorhanden.[408]

1.5. Die Friktionen aushalten

In der Begleitung des Niedergangs des Neuen Marktes verweist die *FAZ* immer wieder auf positive Erscheinungen und will damit dem allgemeinen Pessimismus entgegentreten. Konträr und komplementär dazu stellt die *FAZ* negative Erscheinungen deutlich heraus, behauptet ihre Notwendigkeit, warnt vor einfachen Kritiken und fordert die Akteure auf, sich an die negativen Konsequenzen des Börsengeschäfts zu gewöhnen.

[408] Im zweiten Teil dieser Arbeit wird diese Diskussion wieder aufgenommen, siehe das Kapitel „Das Spekulationsmaterial des Neuen Marktes“ S. 230ff.

Die Kleinanleger werden für ihre Naivität kritisiert, weil sie glauben, sie hätten mit den anderen Börsenakteuren ein einfaches gemeinsames Interesse. Die *FAZ* weist darauf hin, dass z.B. die Berater und Analysten häufig ihnen entgegengesetzte Interessen verfolgen. In diesen Fällen stellt sie keine alternativen Hoffnungen in Aussicht, sondern will die Anleger auf diese Instanzen positiv verpflichten, indem sie auf die mangelnde Alternativen hinweist. Für die *FAZ* steh fest, dass kein Bürger mehr am Aktienmarkt vorbei kommt. Wegen dessen Unübersichtlichkeit ist aber der Bürger deshalb auf die „Experten" angewiesen. Wenn diese im Sinne ihrer Dienstherren die Beratung so beugen, dass sie anlegerschädliche Konsequenzen enthält, ist das „menschlich", wofür ein aufgeklärter Bürger Verständnis aufbringen muss.

Auch im Falle der Börsenregulierung schließt sie mit dem Hinweis auf den berechnenden Charakter der Wirtschaftskriminalität zunächst die Idee aus, man könne durch Gesetze und Strafen dieselbe unterbinden. Man müsse sich mit einem bestimmten Grad von Betrug abfinden, weil ansonsten die guten Unternehmen über Gebühr belastet werden würden.

Gegen eine übertriebene Kritik der Unternehmen am Neuen Markt führt die *FAZ* an, dass das Scheitern notwendig in jeder Unternehmung eingeschlossen ist. Nicht jede Insolvenz ist also Ausdruck eines Missmanagements. Das darin liegende Kursrisiko muss jeder Anleger akzeptieren und darf nicht Anlass zur Enttäuschung sein. Die Krise eines oder mehrerer Unternehmen darf dabei nicht einfach nur negativ beurteilt werden. Gerade in diesen Friktionen zeige sich das Funktionieren und die Vernunft der unsichtbaren Hand namens Markt und ließe auf die Zukunft hoffen.

Obwohl die *FAZ* betont, dass die Vorstände der Unternehmen überwiegend eine seriöse Karriere aufweisen können, weiß sie auch um die weniger üblichen Karrierewege. Hier fordert die *FAZ* ebenfalls die Öffentlichkeit auf, sich daran nicht kritisch abzuarbeiten, da für die *FAZ* genau in der Möglichkeit, dass jeder Unternehmer werden könne, ein wichtiger Beitrag des Neuen Marktes bestand. Allerdings verlässt sie damit Linie ihrer Argumentation, nach der man Friktionen aushalten muss, damit es sich langfristig materiell lohnt. Vielmehr appelliert sie an die volkswirtschaftliche Bedeutung des Neuen Marktes und fordert damit die Anleger auf, ihren materiellen Vorteil als Maßstab der Kritik zu Gunsten eines

ideellen Gesamtinteresses zurückzustellen.

1.6. Die Kleinanleger und die volkswirtschaftliche Bedeutung des Neuen Marktes

Während die *FAZ* bei allen professionellen Akteuren in der einen oder anderen Weise versucht, die Kritik an ihrem auch von der *FAZ* selbst kritisierten Fehlverhalten abzuschwächen, ist sie bei den Kleinanlegern weniger kulant. Wenn Fonds hektisch und kurzfristig ihre Investitionen tätigen, dann liegt das an der Konkurrenz und den Fondsspareransprüchen. Der Zweck der Fonds, jederzeit möglichst hohen Gewinn zu erzielen, ist dabei als Selbstverständlichkeit unterstellt. Wenn aber Kleinanleger ein solches Verhalten an den Tag legen, dann wird dies von der *FAZ* ohne Abschwächung kritisiert. Wenn sie hervorhebt, dass die Kleinanleger alleine wegen der Rente alternativlos auf die Börse angewiesen seien, gilt dies für die *FAZ* nicht als ebenbürtiges Argument dafür, sehr sensibel auf die Mitspekulanten zu achten. In der Kritik an den Kleinanlegern scheint das Interesse durch, ihre Ersparnisse für den Kapitalmarkt produktiv zu gewinnen und der Wunsch, sie sollten anschließend den professionellen Akteuren die Aktivität überlassen.

In diesem Interesse haben die widersprüchlichen Krisenerklärungen der *FAZ* ihre Identität. Alle Argumentationen zielen darauf ab, dass die *FAZ* für die volkswirtschaftliche Bedeutung des Neuen Marktes oder des Kapitalmarktes an sich bei den Anlegern um Vertrauen werben will:

Erstens durch die Trennung der schädlichen Resultate von dem alle Akteure bestimmenden Kriterium der Rentabilität.

Zweitens durch die Trennung der schädlichen Resultate von den jeweiligen Institutionen an sich.

Drittens durch den Nachweis der Notwendigkeit mancher Friktionen, die aber wegen der behaupteten Alternativlosigkeit zu akzeptieren sind.

Viertens durch den Abweis von materiellen Interessen und die Erinnerung an nationale Pflichten für den Standort Deutschland.

2. Die Krisenerklärung des Spiegels

Im *Spiegel* sind das ökonomische Verhalten aller Akteure und der Betrug die beiden Krisengründe.

Die Kritiken am ökonomischen Fehlverhalten der Akteure sind inhaltlich nahezu

identisch mit denen der *FAZ*. Alleine dass die Wirtschaftspolitik mit ihrem Förderprogramm für Risikokapitalisten in die Kritik eingeschlossen wird, den Leichtsinn hin zur deutschen Gründerwüste befördert zu haben, ist dem *Spiegel* eigentümlich.

Im grenzwertigen bzw. betrügerischen Verhalten werden neben den Unternehmen und Banken auch die institutionellen Anleger hervorgehoben. Letztere kreieren aufgrund ihrer besonderen Stellung am Markt „unechte" Börsenwerte, um mittels dieser Kursmanipulation auf Kosten der Kleinanleger Kursgewinne zu realisieren. Dabei entdeckt der *Spiegel* auch eine umfangreichere Kursmanipulation: Unternehmen sind teilweise nur an die Börse gegangen, um einen Gründergewinn zu erzielen, indem die eigenen Aktien frühzeitig abgestoßen wurden. Unterstützt wurden sie von Banken und institutionellen Investoren, die sich ebenfalls dieses Verfahrens bedient haben. Die Deutsche Börse AG und der Staat werden dafür kritisiert, durch mangelnde Regeln und inkonsequente Umsetzung der bestehenden Regeln, die als Betrug bezeichneten Maßnahmen unterstützt zu haben.

Die Börsenblase, welche den Crash in sich einschließt, wurde geschaffen durch eine Mischung aus ökonomischen Versagen und gezielten betrugsnahen Aktivitäten. Der schleichende Verfall des Neuen Marktes hielt an, weil beides nicht abnahm.

Zeitlich deckt sich das Auftreten der Kritikpunkte im *Spiegel* mit denen der *FAZ*. Alle Anleger werden bereits im Frühjahr 2000 kritisiert, während die übrigen Akteure vor allem mit dem einhergehenden zweiten Crash im Herbst 2000 in die Kritik aufgenommen werden. Vereinzelt werden aber auch diese schon im Umfeld des ersten Crashs kritisiert, während dann zwischen diesen Zeiträumen kaum eine kritische Bemerkung zu finden ist. Die Börsenregulation wird ebenfalls wie in der *FAZ* mit einer vierteljährlichen Verzögerung im Frühjahr 2001 zum Thema. Die Kritik an der Wirtschaftspolitik dagegen erst in einem sehr späten Artikel, Mitte 2002.

2.1. Die Gier und die Krise

Der *Spiegel* begründet das ökonomische Versagen und die betrügerischen Tätigkeiten relativ konsequent in der Gier oder der Sucht nach Gewinn. Die Ausnahmen sind folgende: Die Analysten betreiben zwar auch Insiderhandel auf eigene Rechnung, werden überwiegend aber von ihren Arbeitgebern missbraucht. Indem der *Spiegel* in negativer Form über die Tätigkeit der Analysten spricht,

unterstellt er der Analysetätigkeit einen eigentlichen Nutzen, die dem Analysten als Beruf inkorporiert sei. In der Rede vom Missbrauch unterstreicht der *Spiegel*, dass seiner Meinung nach das festgehaltene Verhalten der Analysten seinen Grund nicht in dem normalen Bankgeschäft habe, sondern in einer besonderen Stellung der Bankiers zu seinen Beschäftigten – Ausnutzen für die Gewinngier. Auch den regelsetzenden Instanzen unterstellt der *Spiegel* explizit keine besondere Stellung zum Gewinn als Grund für ihr Fehlverhalten. Allerdings scheint diese Vorstellung hinsichtlich der Deutschen Börse AG durch, wenn diese durch die Mehrheitsanteilseigner, die deutschen Großbanken, zu einer mangelnden Kontrolle ihres eigenen Gewinnstrebens gedrängt wird. Die letzte Ausnahme stellt die Aussage dar, dass Unternehmer auch aus der Not heraus zur Bilanzfälschung greifen. Dies steht aber neben dem Urteil, dass während des Börsenbooms die Unternehmer aus Gewinnsucht zu solchen Maßnahmen gegriffen haben.

Alle krisenfördernden Aktivitäten der Akteure werden im *Spiegel* ansonsten durch die tautologische Vorstellung einer besonderen Stellung zum Gewinn begründet. Damit stellt der *Spiegel* den Zusammenhang zum Rentabilitätsprinzip aller Akteure her und leugnet zugleich die Notwendigkeit dieses Zusammenhanges. Rentabilität, Maßlosigkeit und Gleichgültigkeit gegenüber den Bedingungen gehören für den *Spiegel* nur in der geistigen Stellung eines besonderen Menschenschlags zusammen. Stattdessen legt er das Ideal einer rationalen und für alle gleichermaßen symbiotischen Spekulation an die Tätigkeiten der Akteure an und bestätigt sich über seine Tautologie diese Harmonie.

2.2. Reflexionslose Widersprüche

Die *FAZ* begibt sich relativ zu den Kritiken, die ein ökonomisches Versagen behaupten, in Widersprüche, wenn sie erstens versucht darzulegen, dass bestimmte Friktionen auszuhalten sind und zweitens mit der Konkurrenz und dem Druck von außen notwendig Unsicherheiten im normalen Geschäft vorhanden sind. Im *Spiegel* sind kaum solche Widersprüche zu finden. Auf dem Weg der Unterstellung, dass Spekulation und unternehmerischer Erfolg planbar ist, hält er das Versagen der Akteure überwiegend in einfacher Form fest.

In den Fällen, wo sich Widersprüche zeigen, fällt auf, dass die gegensätzlichen Aussagen oft in verschiedene Zeiträume fallen und in den späteren Aussagen keine Reflexionen auf die vorherigen vorhanden sind.

Dies ist der Fall in der Besprechung der unternehmerischen Tätigkeit. Zu Zeiten des Booms stellt der *Spiegel* die Unsicherheit heraus, dass auch die Unternehmen der Old Economy die neuen Geschäftsfelder für sich privatisieren und die jungen Unternehmen in diesem Wettkampf unterliegen könnten. Damit diese in der Konkurrenz überhaupt eine Chance haben, schreibt der *Spiegel* ihnen hohe Repräsentations- und Werbekosten als notwendige Geschäftstätigkeit zu. Nach dem ersten Crash im März 2000 fällt dem *Spiegel* angesichts der sinkenden Kurse und den insolventen Unternehmen nur die Geldverschwendung auf. Die vorherigen Zweckbestimmungen werden dabei in keiner Weise reflektiert. Im späten Rückblick aus dem Herbst 2002 hält der *Spiegel* angesichts der wenigen erfolgreichen Unternehmen fest, dass die anderen einfach das Pech hatten, zu früh gestartet zu sein. Weder reflektiert der *Spiegel* dabei auf seine vorherigen Vorwürfe des Missmanagements, noch auf die Tatsache, dass alle Unternehmen auch als Spätstarter angesichts des geringen Platz innerhalb der neuen Geschäftsfelder keinen Erfolg hätten haben können.

Zu dieser Art mit den Widersprüchen der eigenen Aussagen umzugehen gehört auch die Darstellung der Karrierewege. Während des Börsenbooms hebt der *Spiegel* noch den Elitecharakter der neuen Gründergeneration hervor, in den Zeiten des Niederganges des Neuen Marktes dagegen fällt dem *Spiegel* der hohe Anteil an Studienabbrechern auf, welche dem Missmanagement Plausibilität verleihen sollen.

Ebenso unreflektiert geht der *Spiegel* in der Kritik der Börsenregulierung vor. Das Versagen der zuständigen deutschen Instanzen demonstriert der *Spiegel* im Jahr 2001 anhand eines Vergleichs mit den amerikanischen Verhältnissen. Ein Jahr später treten in den USA umfangreich Fälle von Bilanzfälschung und Kursmanipulation auf. Für den *Spiegel* steht sofort auch dort ein klarer Fall von Versagen fest, ohne dies zum Anlass zu nehmen, seinen vorherigen Maßstab der Begutachtung deutscher Rechtsverhältnisse zu überdenken.

In diesen drei Fällen scheint sich der *Spiegel* in der Kritik vom Erfolg bzw. Misserfolg der Kursbewegungen abhängig zu machen. Eine solche Kritik an den Akteuren, welche den mangelhaften Börsenverlauf am Neuen Markt erklären soll, stützt sich taulogisch auf den mangelhaften Börsenverlauf und schafft somit das Ideal einer planbaren ökonomischen bzw. regulatorischen Tätigkeit. Diese mangelhafte Form der Erklärung der Börsenkrise enthält darüber hinaus als Konsequenz kein

Lehrpotential für die Zukunft. Steigen die Kurse wieder, beweisen diese, dass alles seine Richtigkeit habe.

Ähnlich geht der *Spiegel* mit der Unsicherheit der Aktienanalyse um. Diskutiert wird dieses Problem während des Booms, von dem der *Spiegel* wissen will, inwieweit von normalen Werten gerechtfertigte abweichende Kurse vorhanden sind und inwieweit übertrieben wird. Bedauernd stellt der *Spiegel* fest, dass die Wissenschaft den Wert einer Aktie nicht bestimmen und daher auch für die vom *Spiegel* gestellte Frage keine sichere Antwort geben kann. Zwar gibt der *Spiegel* die Notwendigkeit der Unsicherheit in der Aktienanalyse nicht an und hält selber an dem Interesse fest, dass eine sichere Analyse gehen sollte, unterstellt aber mit seinen Ausführungen, dass eine planbare Spekulation mit Sicherheit zumindest gegenwärtig nicht geht. Im andauernden Niedergang des Neuen Marktes hält der *Spiegel* aber genau an diesem Ideal fest und macht ihn zur Folie seiner Kritik an den Akteuren. Im Unterschied zu den oben dargelegten reflexionslosen Fällen, nimmt der *Spiegel* das Thema der Schwierigkeiten innerhalb der Analyse an einer Stelle im Herbst 2000 noch einmal auf. Im Zusammenhang mit den Emissionsbanken stellt der *Spiegel* das Drangsal der Controller da, nicht nur wenig Zeit zur Analyse zu haben, sondern auch ein dürftiges Material vorzufinden, entlang dessen die Eröffnungsanalyse zu gestalten wäre. Allerdings trennt der *Spiegel* dieses Drangsal nicht von der Tätigkeit der Banken, noch sagt er, diese hätten die jungen Unternehmen erst gar nicht an die Börse bringen dürfen. Obwohl der *Spiegel* explizit die Frage aufwirft, wie eine rationale Spekulation auf Unternehmen gehen soll, „deren Firmengeschichte gerade mal ein halbes Jahr alt ist“, die „noch nie Gewinne verbucht“ haben und „deren schöne Umsatzkurven auf Schätzungen beruhen“, hält er in seinen Kritiken der Börsenakteure daran fest, dass es geht, wenn er ihnen ökonomisches Versagen vorwirft.

2.3. Der kritische Journalismus des Spiegels

An der *Spiegel*-Erklärung der Krise des Neuen Marktes sind aufgrund der im Boom gemachten Aussagen Zweifel angebracht. Die Unsicherheit des Erfolgs der jungen Unternehmen wegen der Konkurrenz der Old Economy und die Unsicherheit einer Aktienanalyse überhaupt bzw. am Neuen Markt im Speziellen, werden während der Krise kaum noch zum Thema gemacht. Weiter sind positive Hinweise auf die Akteurstätigkeiten im Gegensatz zur *FAZ* kaum zu finden. Der kritische

Journalismus des *Spiegels* erschöpft sich, zugespitzt formuliert, in dem durch keine Reflexionen getrübten Nachweis, dass alle Akteure ökonomisch versagt haben. Er scheint keine Rücksicht zu nehmen auf die jeweils aktuelle psychologische Wirkung seiner negativen Bilder über alle Akteure und beginnt meistens ein wenig früher als die *FAZ* das ökonomische Versagen nicht nur vereinzelt, sondern flächendeckend festzustellen. Gerade darin liegt die allgemeine psychologische Leistung der Krisenerklärung. Durch die Trennung der schädlichen Wirkungen vom Rentabilitätsprinzip und den Institutionen durch die Verlagerung der Fehler in die besonderen Akteure, erhält sich der *Spiegel* und seinen Lesern das Ideal eines Börsenverlaufs, der ohne Friktionen zur allgemeinen Zufriedenheit verläuft.

3. Die Krisenerklärung der BILD

Für die *BILD* sind die Börsenblase, die platzen musste, die starken Schwankungen am Neuen Markt, die schlechten Unternehmen als Spekulationsmaterial und schließlich auch die Insiderskandale und Bilanzfälschungen die Ursachen für den Niedergang des Neuen Marktes. Diese Ursachen sind für die *BILD* ebenfalls in dem Fehlverhalten der Akteure begründet, wenn auch im Vergleich zum *Spiegel* und zur *FAZ* einige Besonderheiten festzustellen sind.

Während der Endphase des Börsenbooms bis zum zweiten Crash im Herbst 2000 sieht die *BILD* in den „Zockern“ den alleinigen Grund für die Blasenbildung und die anschließend stark schwankenden Kurse. Die Identität mit dem Kleinanleger wird nahe gelegt, an anderen Stellen aber der Unterschied zu den „Zockern“ hervorgehoben. Die „professionellen Anleger“ werden jedenfalls von den „Zockern“ abgegrenzt. Erst mit dem zweiten Crash werden auch den professionellen Anleger irrationale Züge in ihrem Spekulationsverhalten zugeschrieben. Zeitgleich wird den Beratern und Analysten vorgeworfen, nicht vor der Krise gewarnt, sondern immer nur positive Aussichten von sich gegeben zu haben. Als Grund der Krise firmiert diese unterlassene Hilfestellung aber nicht.

Zur Mitte des Jahres 2001 werden dann auch die Unternehmer in die Kritik einbezogen, sie hätten im Rausch überzogen. Erst im Jahr 2002 wird dieser Vorwurf, ergänzt um Betrugsvorwürfe, zur abschließenden Krisenerklärung zusammengeschlossen:

> „Der ‚Neue Markt’ war Spiegel der späten Neunziger Jahre: des Glaubens an endlosen technologischen Fortschritt und unersättlicher Gier. Im Frühjahr 2000

> brachen die ersten Kurse ein, es wurde eine Lawine. Dazu: Insiderskandale, gefälschte Bilanzen, getürkte Umsätze und Pleiten.“[409]

Irrtum, Gier und Betrug waren die Gründe für den Niedergang des Neuen Marktes, wobei die Akteursgruppen hier nicht mehr spezifiziert werden. Auffällig ist, dass in der Kritik an den Unternehmen immer zugleich auf die Gier der Anleger hingewiesen wird. Hingegen werden die Banken nur einmal explizit als Ursache des Niedergangs angesprochen. Mit dem Hinweis im September 2001, dass die Banken selbst, wegen mangelnder Sorgfalt bei manchem Börsengang, ein Teilschuldgeständnis abgeben, ist die Kritik auch schon erschöpft. Die *BILD* hebt zwar hervor, dass Bankberater oftmals dem Anleger gegenüber entgegengesetzte Interessen haben, aber nur um die Leichtgläubigkeit der Anleger als Grund deren Erfolglosigkeit zu unterstreichen. Als Krisengrund firmiert dieses anlegerschädliche Verhalten der Banken nicht.

Bleibt zu vermerken, dass die Börsenregulation in der *BILD* bezogen auf den Neuen Markt gar nicht zum Gegenstand gemacht wird.

3.1. Wenig Liebe zum Detail

Verglichen mit dem *Spiegel* und der *FAZ* fällt der Umfang der Besprechung des Neuen Marktes in der *BILD* sehr gering aus. Entsprechend sind die Kritiken an den Akteuren auch nicht detailreich ausgeführt, die Börsenregulation und die Risikokapitalisten kommen in der *BILD* gleich gar nicht vor. Auch Kritiken, wie die zu hohe Emissionspreisbildung oder der Vorwurf, die Banken hätten zu viele Fonds aufgelegt, finden sich in der *BILD* nicht. Dennoch hat die Untersuchung der Kleinanleger- und die Unternehmerkritik gezeigt, dass man auch auf geringeren Raum die Hauptkritikpunkte der *FAZ* und des *Spiegels* unterbringen kann.

Die *BILD* geht ähnlich wie der *Spiegel* kaum auf Friktionen oder die Konkurrenz ein. Darüber hinaus reflektiert die *BILD* in keinem Artikel eine Spezifik des so genannten Wachstumssegmentes und den ihm zugrunde liegenden Wachstumsunternehmen in ihre Kritiken hinein. Entsprechend ergeben sich wenig immanente Widersprüche in der Krisenerklärung.

Auf die Konkurrenzlage wird nur im Zusammenhang mit der Telekom-Aktie hingewiesen. Ron Sommer von der Telekom und Gerhard Schmid von Mobilcom werden zitiert und machen die Anleger in ihrer Irrationalität für den Kursverfall

[409] BILD, 27.09.2002, S. 2.

verantwortlich. Diese Aussagen beziehen sich aber auf einzelne Werte und nicht auf das Gesamtphänomen des Neuen Marktes. In einen deutlichen Gegensatz zur unterstellten planbaren Spekulation steht einzig der Beitrag der *BILD* gegen die „Angst-Krise“, in dem sie behauptet, dass jeder, der irgend etwas über kommende Börsenkurse aussagt entweder „anmaßend“ oder „ein Schwindler“ sei. Der interessierte Einsatz dieses Argumentes ist offensichtlich. Dennoch steht diese Aussage für sich zunächst gegen die Vorwürfe, die Analysten hätten versagt und die Unterstellung, Börsenanleger müssten sich vernünftigerweise anders als „zockend“ verhalten.

Die Kritik der *BILD* an den Akteuren ist in der Regel schnörkellos und kennt nur ein Schwarz oder Weiß. Die Anleger sind sorgsam oder verrückt. Wo der Erfolg sich nicht einstellt, haben die Berater oder z.B. Gerhard Schmid versagt.[410] Alleine die Darstellung der Gier und moralische Beurteilungen sind der *BILD* noch Ausführungen wert.

3.2. Die Gier und die Moral

Auch die *BILD* trennt mit der „Gier“ das Verhalten der Akteure vom Rentabilitätsprinzip und behauptet ein Maß von Gewinnstreben, welches Krisen ausschließe, weil es Rücksicht auf die Bedingungen nehmen würde. Während sich die *BILD* wenig mit den einzelnen festgestellten Fehlern auseinandersetzt, nimmt die Besprechung der Krise des Neuen Marktes im Lichte der Moral relativ viel Raum ein. Stärker als die *FAZ* und der *Spiegel* unterstreicht sie die Kehrseite des Vorwurfes, die Akteure hätten übertrieben: Vor dem Erfolg steht zuallererst die Bescheidenheit, die „harte Arbeit“, das „frühe Aufstehen“ und der Verzicht auf „Vergnügungen“. Die Krisenerklärung des Neuen Marktes gerät so in der *BILD* zur Lehrstunde darüber, dass alles seine Ordnung hätte, wenn jeder weiß, was sich gehört. Je nach gesellschaftlichen Stand sind dabei Abstufungen geboten: Banker und Unternehmer sollten sich erinnern, dass ihre Reichtumssteigerung auch Grenzen hat. Kleinanleger sollten wissen, dass sie ihr Leben lang hart arbeiten müssen, damit sie am Ende zumindest etwas erreicht haben.

[410] Ein besonders deutliches Beispiel dieser Besprechung von ökonomischen Subjekten findet sich noch Ende 2002. Der Neue Markt ist nicht mehr Gegenstand in der BILD, dafür die weltweite Rezessionsgefahr: „Entweder die sensiblen Börsianer wissen mehr als alle anderen, die in die falsche Richtung starren. Und sehen eine Rezession. Oder sie sind komplett verrückt und suhlen sich in selbstgemachtem Trübsinn…Hoffentlich das!“ BILD, 11.10.2002, S. 2.

Zweiter Abschnitt: Der Grund der Krise des Neuen Marktes liegt im Grunde seines Erfolges

Wenn die untersuchten Printmedien die Krise des Neuen Marktes aus dem Versagen der Akteure erklären, wird dieser Grund der Krise zeitlich meist vor dem ersten Crash im März 2000 verortet. Die Anleger hätten zwar auch während der Kurseinstürze überreagiert, in der Hauptsache sei aber ihre vorherige Euphorie das Fundament für die Krise. Unternehmen hätten mit schlechten Geschäftsaussichten die Krise eingeleitet, in der Hauptsache aber schon von vornherein börsenunfähige Geschäftskonzepte angeboten. Das Krisenpotential wurde also nach den Printmedien im dreijährigen Aufstieg des Neuen Marktes gelegt. Einig sind sich die Printmedien, dass dieses Verhalten aber keine Notwendigkeit in dem Projekt an sich, kleine bzw. mittlere und innovative Unternehmen über die Börse zu fördern, hatte. Die krisenfördernden Aktivitäten der Akteure wären vermeidbar gewesen und werden daher als „Versagen" beurteilt. In der Literatur überwiegt diese Grundaussage ebenfalls. Die Aktivitäten der Akteure werden als übertrieben dargestellt und zusammenfassend als Ausdruck eines „irrationalen Überschwangs" gekennzeichnet.[411]

Wenn der *Spiegel* und die *FAZ* darauf verweisen, dass das irrationale Verhalten der Akteure sich daran zeige, dass sie bisher übliche Börsenbewertungsmaßstäbe ignoriert und eine Kursentwicklung befördert hätten, die an normalen Börsensegmenten ihres gleichen sucht, dann vergleichen sie die Spekulation am Neuen Markt mit derjenigen an *anderen* Börsensegmenten. Gleiches findet sich z.B. auch bei Altvater: „Nur ‚irrationaler Überschwang' kann das Kurs-Gewinn-Verhältnis - einen untrüglichen Börsenindikator – missachten."[412] Damit machen sie Sachverhalte zu Prämissen ihrer Schlüsse, die den Neuen Markt gerade *nicht* auszeichneten. Im *Spiegel* und in der *FAZ* wurde zumindest im Jahr 2000 noch explizit darauf hingewiesen, dass abweichende Bewertungsmaßstäbe aufgrund der

[411] Siehe für viele Giancarlo Giudici/Peter Roosenboom, The Long-Term Performance of Initial Public Offerings, in: Giancarlo Giudici/Peter Roosenboom, The rise and fall of Europe`s new stock markets. Amsterdam 2004, S. 329-354 und Daniel M. Evans, Tendenzen in der Venture Capital Finanzierung in den USA, in: Wilhelm Schmeisser/Dieter Krimphove (Hrsg.), Vom Gründungsmanagement zum Neuen Markt – Strategien für technologieorientierte kleine und mittlere Unternehmen. Wiesbaden 2001, S. 248.

[412] Elmar Altvater, Wenn die Titanen streiten und stürzen, in: Freitag, 4.10.2002.

besonderen Natur der Werte am Neuen Markt gerechtfertigt seien. In ihren späteren Krisenerklärungen angesichts der massenhaften Insolvenzen wird dieser Unterschied dann aber kaum mehr erwähnt.

Umso härter fallen den Printmedien die relativ zu herkömmlichen Maßstäben enormen Bewertungen vom Ende des Neuen Marktes her auf. Zahlreiche Unternehmen mussten Insolvenz anmelden, wurden übernommen oder sind mit einem Kurs unterhalb des Emissionspreises in die neuen Börsensegmente gewechselt. Wie konnten diese Unternehmen jemals an der Börse solche Kurssteigerungen erfahren haben, so die Argumentation der Printmedien, wenn nicht die Anleger und die anderen beteiligten Börsenakteure von Sinnen gewesen wären oder aber, so der andere Schluss, gezielt ein Kettenspiel inszeniert hätten. Ausgehend vom bloßen negativen Resultat wird so der vermeintliche Irrsinn der Börsenakteure ausfindig gemacht. Der *Spiegel* und die *FAZ* erwähnen zwar in ihren Krisenerklärungen an wenigen Stellen das besondere Risiko, dem die Unternehmen und auch die Anleger am Neuen Markt unterlagen. Allerdings wird dieses Risiko nicht weiter ausgeführt, geschweige denn in Zusammenhang mit der Krise gebracht.

Im diesem zweiten Abschnitt soll dagegen der Versuch unternommen werden anhand der offiziellen Selbstdarstellung des Neuen Marktes und der Diskussion desselben innerhalb der Literatur, den spezifischen Spekulationsinhalt des Neuen Marktes darzustellen und sein Krisenpotential herauszuarbeiten.

Dafür muss zunächst rekapituliert werden, welchen Unternehmen die Deutsche Börse AG mit dem gesonderten Börsensegment Neuer Markt eine Finanzierungsplattform anbieten wollte. Die unterschiedlichen Branchen, die am Neuen Markt vertreten waren, sollten laut Regelwerk ihre Gemeinsamkeit darin haben, dass sie eine kleine oder mittlere Unternehmensgröße aufwiesen und durch wirtschaftliche Innovationen überdurchschnittliches Wachstum erwarten ließen. In Bezugnahme auf die wissenschaftliche Literatur werden der eigentümliche Wachstumsverlauf und das spezifische betriebswirtschaftliche Risiko dieser Unternehmen herausgearbeitet (Kapitel 10).

Es zeigt sich dabei, dass kleine und mittlere innovative Unternehmen in besonderem Maße auf Finanzierungsquellen von außen angewiesen sind, weil der eigene Gewinn zur Expansion nicht hinreicht. Die Untersuchung der Fördermöglichkeiten für diese Unternehmen, wie sie vor dem Neuen Markt in Form

von Banken, Wagniskapitalgebern oder anderen Börsensegmenten existiert haben, zeigt, dass die Unternehmen Schwierigkeiten hatten, diese Geldquellen für sich zu erschließen. Drei Jahre lang hat dagegen der Neue Markt diesen Unternehmen als Finanzierungsquelle erfolgreich gedient. Wie hat der Neue Markt sich in seiner rechtlichen Konstruktion auf die vorherigen Hindernisse zur Förderung innovativer Unternehmen mit geringer Größe bezogen? Was unterstellt der phasenweise Erfolg für ein Verhalten der Akteure? Die Argumentation im elften Kapitel wird zeigen, dass eine überdurchschnittliche Erwartungshaltung der Akteure nicht nur faktisch vorhanden, sondern die entscheidende Bedingung für den Durchbruch der börsenfinanzierten Förderung der KMU in Deutschland war. Die These, welche in dieser Arbeit damit begründet werden soll, lautet, dass die außerordentlich positive Einstellung der Akteure zum Neuen Markt, welche von den Printmedien zum Grund der Krise erhoben wurde, nicht vom phasenweisen Erfolg des Neuen Marktes zu trennen ist.

Während die Printmedien und Teile der wissenschaftlichen Literatur den „Überschwang“ für die Funktion der Wachstumsbörsen für nicht notwendig erklären, wird also im Folgenden das Gegenteil herausgearbeitet. Die Printmedien werfen dabei den Akteuren vor, bisher übliche Börsenmaßstäbe ignoriert zu haben. Damit behaupten sie zugleich die Rationalität dieser Maßstäbe und derjenigen Börsensegmente, an denen diese Maßstäbe befolgt werden. Im zwölften Kapitel werden die herkömmlichen Bewertungsmaßstäbe dargestellt und anhand der Literatur gezeigt, dass sich die Kurssteigerungen am Neuen Markt durchaus mit Hilfe der herkömmlichen Bewertungsmaßstäbe rechtfertigen lassen. Die Kalkulationen am Neuen Markt zeigen sich damit nicht als das völlig Andere zur herkömmlichen Spekulation, sondern als modifizierte Verlängerung derselben.

Im abschließenden Kapitel 13 werden die Ergebnisse der Überlegungen zur Krise des Neuen Marktes auf die wissenschaftliche Behandlung von Börsen- und Finanzmarktkrisen überhaupt übertragen, sowie umgekehrt der Neue Markt im Lichte allgemeiner Theorien reflektiert. Am Ende dieser Arbeit wird damit eine neue Krisenerklärung des Neuen Marktes dargestellt.

X. Das Spekulationsmaterial des Neuen Marktes

1. Klein, innovativ und überdurchschnittliches Wachstum

Eine an der Börse notierte Aktiengesellschaft vollzieht zwei Bewegungen

nebeneinander, die zwar aufeinander verwiesen sind, aber dennoch voneinander getrennte Bestimmungen haben. Einerseits wirtschaftet sie wie jede andere Unternehmensform, indem sie das über die Aktienemission eingenommene Geld als Kapital investiert, Waren herstellt oder als kommerzielles Unternehmen zirkuliert, um sie anschließend mit einem Gewinn relativ zum Kapitaleinsatz zu veräußern. Die Natur der Ware, ob sie nach heute üblichen Maßstäben etwa als Dienstleistung bezeichnet werden, ist zunächst unerheblich. Der Gewinn wird wiederum reinvestiert und das Unternehmen akkumuliert. Die zweite Bewegung der Aktiengesellschaft vollzieht sich in der Bewertung ihrer Aktien an der Börse. Als Anspruch auf zukünftige Dividenden wird diesem Rechtstitel durch Angebot und Nachfrage selber praktisch ein Preis zugesprochen. Die wirtschaftliche Zukunft der Unternehmen wird in der Bewertung der Aktien mit einbezogen, daneben sind aber Kriterien der Bewertung vorhanden, welche sich rein aus der Selbstbezüglichkeit der Spekulation ergeben, worauf noch einzugehen ist.[413] Zunächst soll es im Folgenden aber nur darum gehen, den ökonomischen Charakter des Spekulationsmaterials des Neuen Marktes selbst zu erörtern, also die besondere wirtschaftliche Tätigkeit der dort gelisteten Aktiengesellschaften. Auf die Besonderheiten der verschiedenen „Zukunfts"-Branchen, wie Internet, Biotech oder der Handel mit Filmrechten wird dabei nicht eingegangen, sondern ihre Gemeinsamkeit als „Wachstumsbranchen" herausgearbeitet.

Nach dem Regelwerk des Neuen Marktes ist derselbe für folgende Unternehmen eingerichtet worden:

> „Der Neue Markt ist ein Handelssegment der Deutsche Börse AG (…) für Aktien primär kleinerer und mittlerer in- und ausländischer Gesellschaften, die Transparenz- und Publizitätskriterien nach internationalen Standards erfüllen (nachfolgend Emittenten genannt). Emittenten sind insbesondere innovative Unternehmen, die neue Absatzmärkte erschließen, neue Verfahren etwa in der Beschaffung, Produktion oder beim Absatz verwenden, bzw. neue Produkte und/oder Dienstleistungen anbieten und ein überdurchschnittliches Umsatz- und Gewinnwachstum erwarten lassen."[414]

---

[413] Auf der Marktebene hat Keynes den Selbstbezug der Aktienwertänderungen mit einem Gewinnspiel verglichen, in dem die Mehrheitsmeinung der Mitspieler die Lösung darstellt: „Wir haben den Grad erreicht, wo wir unsere Intelligenz der Vorwegnahme dessen widmen, was die durchschnittliche Meinung als das Ergebnis der durchschnittlichen Meinung erwartet." John Maynard Keynes, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes. Berlin 1983, S. 132.

[414] Deutsche Börse AG, Regelwerk Neuer Markt, abgedruckt in: Volker Potthoff/Jutta Stuhlfauth, Der Neue Markt: Ein Handelsegment für innovative und wachstumsorientierte Unternehmen – kapitalmarktrechtliche Überlegungen und Darstellung des Regelwerkes, in: WM – Wertpapiermitteilungen/Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Nr. 26, Sonderbeilage Nr. 3/1997,

In der Form einer Aufzählung erklärte die Deutsche Börse AG, welche ökonomischen Merkmale diejenigen Unternehmen auszeichnen sollten, die sie in ihr besonderes Börsensegment aufnehmen wollte: kleine bzw. mittlere Unternehmen (KMU), innovative Unternehmen und solche, die sich durch ihre erwartete Gewinn- und Umsatzentwicklung vom Durchschnitt abhoben.[415] Umgekehrt bedeutete dies, dass sie große Unternehmen mit überdurchschnittlichen Gewinnerwartungen nicht am Neuen Markt platzieren wollte. Ebenso schieden kleine und mittlere Unternehmen aus, die mit bekannten Produkten oder Methoden der Rentabilität wirtschafteten, weiter solche kleinen und mittleren Unternehmen, welche keine überdurchschnittlichen Gewinn- und Umsatzerwartungen beinhalteten.

Wie ist der Zusammenhang dieser drei Merkmale, Innovation, überdurchschnittliches Wachstum und Größe zu verstehen?

In der volkswirtschaftlichen, betriebswirtschaftlichen und finanzwissenschaftlichen Literatur wird die „Innovation“ als zentraler Hebel für überdurchschnittliches Wachstum angesehen. Die Bedeutung von Innovation in der Wirtschaftswissenschaft unterscheidet sich dabei von der herkömmlichen Verwendung. Sie beschränkt sich nicht bloß auf die Schaffung von etwas „Neuem“, z.B. Güter oder Produktionsmethoden, sondern schließt deren rentable Umsetzung am Markt ein. Die Schöpfung neuer Gebrauchswerte alleine, z.B. durch eine technische Erfindung an der Universität ist also kein zureichendes Kriterium für die Innovation im wirtschaftswissenschaftlichen Sinne. Unter einer Innovation wird so z.B. auch die Erschließung neuer Absatzmärkte oder Bezugsquellen verstanden, was in der oben zitierten Definition im Regelwerk des Neuen Marktes selbst ausgeführt wurde.[416] So wird explizit darauf hingewiesen, dass der „(…) Zusammenhang zwischen Innovation und (Hoch-) Technologie zwar oft zutreffend jedoch keineswegs zwingend notwendig (…)“ ist.[417] Auch ein Handel mit Filmrechten wie er von EM.TV zum Geschäftsinhalt gemacht wurde, stellt eine Innovation im wirtschaftswissenschaftlichen Sinne dar, insofern das Konzept neu und rentabel ist.

S. 12f.

[415] Dass die Unternehmen Transparenz- und Publizitätskriterien nach internationalen Standards erfüllen, ist kein ökonomisches Merkmal, sondern eines, das die Form der Darstellung der ökonomischen Tätigkeit gegenüber der Öffentlichkeit betrifft. Es kann daher zunächst vernachlässigt werden.

[416] Siehe auch Christoph K. Werner, Venture-Capital-Politik in Deutschland – Status Quo und Optimierungsansätze. Düsseldorf 2000, S. 64.

[417] John P. Jessen, Venture Capital in Deutschland und in den USA – Methoden zur Managementbetreuung von innovativen Frühphasenunternehmen. Frankfurt am Main 2002, S. 88.

Überdurchschnittliche Umsatz- und Gewinnwachstumsraten versprechen Innovationen durch vorübergehende Monopolstellung in einem noch nicht besetzten Markt.[418] Durch die Monopolstellung können Preise durchgesetzt werden, die sich nicht oder nur im geringen Grade dem Vergleich mit Konkurrenten stellen müssen. Zugleich liegt in dieser besonderen Angebotslage auch die bessere Möglichkeit zur vergleichsweise zügigen Expansion begründet. Von dem besonderen Produkt hängt es dabei ab, inwiefern durch Patente, Standards oder frühzeitiger Marktführerschaft für die Konkurrenz Markteintrittsbarrieren geschaffen werden können.

Die Frage, mit welchem Vergleichsmaßstab einem Unternehmen *über*durchschnittliches Wachstum zugestanden wird, wird in der Literatur nicht einheitlich beantwortet. So nimmt Jessen die untere Renditeerwartungen der Wagniskapitalgeber von 30 Prozent als diskriminierenden Grenzwert, während Rudolf und Witt die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate zum Durchschnitt erheben.[419] Reto Francioni, stellvertretender Vorstandsvorsitzender der Deutschen Börse AG von 1999 bis 2000, hielt „zweistellige Wachstumsraten" für die am Neuen Markt notierten Unternehmen für angemessen.[420] Hier ist anzumerken, dass sich hohe Wachstumsraten des Umsatzes oder Gewinns bei größeren Unternehmen alleine aufgrund der schon vorhandenen Größe schwieriger gestalten, als bei einem kleinen Ausgangspunkt.[421]

Als letzter Punkt ist der Zusammenhang von Unternehmensgröße und Innovation anzusprechen.[422] Bis zur Mitte der 1950er Jahre bestand in der Wissenschaft die

---

[418] Siehe Markus Rudolf/Peter Witt, Bewertung von Wachstumsunternehmen – Traditionelle und innovative Methoden im Vergleich. Wiesbaden 2002, S. 13-15.

[419] Siehe Jessen, Venture Capital in Deutschland und in den USA, S. 79 und Rudolf/Witt, Bewertung von Wachstumsunternehmen, S. 21.

[420] Reto Francioni, Ideen suchen Kapital – Kapital sucht Ideen, in: Bundesverband der Börsenvereine an deutschen Hochschulen (BVG) e.V. (Hrsg.), Aktienkultur – Perspektiven für den Finanzplatz Deutschland. Wolfratshausen 1997, S. 64.

[421] In der Praxis macht sich dies geltend, wenn so genannte Business Angels lediglich in Unternehmen investieren, deren gegenwärtige Bewertung höchstens bei 3,5 Mio. Euro liegt. Business Angels sind Privatpersonen, die in sehr frühen Stadien der Unternehmensgründung investieren. Begründet wird deren Vorgehen damit, dass „ (…) eine höhere Bewertung dazu führt, dass die Zielrendite der Business Angels nur mit geringer Wahrscheinlichkeit erreicht werden kann." Ann Kristin Achleiter/Eva Nathusius, Venture Valuation – Berwertung von Wachstumsunternehmen. Stuttgart 2004, S. 186.

[422] Wie häufig bei quantitativen Unterscheidungen sind die Definitionen von „kleinen", „mittleren" und „großen" Unternehmen in der Literatur nicht einheitlich. Umsatzgrößen und die Beschäftigungsanzahl werden hier in der Regel als Einheiten benutzt. So liegt die Diskriminierungsspanne gemessen am Umsatz zwischen kleinen und mittleren Unternehmen zwischen 500.000 und 7 Millionen Euro, zwischen mittleren und großen zwischen 40 Millionen und 100 Millionen Euro. Siehe Susanne Knips, Risikokapital und Neuer Markt – Die Aktie als Instrument der Risikokapitalbeschaffung für junge Wachstumsunternehmen. Frankfurt am Main 2000, S. 4f.

einhellige Meinung, dass bei Innovationen größere Unternehmen im Vorteil gegenüber kleineren Unternehmen wären.[423] Einige Erfolge vor allem durch amerikanische Wagniskapitalgeber geförderter kleiner Unternehmen hat seitdem diese Sichtweise verändert. Sie ist seit Mitte der 1970er Jahre nicht mehr einheitlich. Vor- und Nachteile der Größe werden abgewogen, wie materielle Freiräume und verfügbare Ressourcen versus Risikofreude und Flexibilität. Zwar kommen empirische Studien „(…) zu dem Ergebnis, daß ein sehr hohes Wachstum bzw. Wachstumspotenzial bei neuen und jungen Unternehmen die Ausnahme darstellt und nur bei einem sehr kleinen Prozentsatz dieser Unternehmen zu beobachten ist“, aber dennoch gibt es diejenigen Fälle, in denen sich Innovationen mit überdurchschnittlichem Wachstum bei kleineren Unternehmen eingestellt haben.[424]

Die Deutsche Börse AG wollte also mit dem Börsensegment Neuer Markt denjenigen Unternehmen eine Möglichkeit zur Finanzierung bieten, welche die von der Wissenschaft ausgemachte mögliche Identität von geringer Größe, Innovation und überdurchschnittlichen Wachstum erfüllen. Zugleich war diese mögliche Identität das den Anlegern offiziell angebotene Spekulationsmaterial, welches sie antizipieren sollten. Den Umstand außer Acht lassend, dass auch große Unternehmen überdurchschnittliche Gewinn- und Umsatzsteigerungen durch Innovation zeitigen können, wurde in der Öffentlichkeit und in wissenschaftlichen Untersuchungen oft in einfacher Form von Wachstumsunternehmen am Neuen Markt gesprochen oder von der Wachstumsbörse Neuer Markt.

2. Wachstum und Risiko

In der Innovation und der geringen Betriebsgröße begründet sich die überdurchschnittlich positive Entwicklungsaussicht der KMU. Je kleiner das Unternehmen ist, desto höher kann der Grad des Wachstums aufgrund des absoluten geringeren Ausgangspunktes ausfallen. Die Monopolrendite wiederum, welche das überdurchschnittliche Wachstum begründet, fällt umso länger aus, je früher sich ein Unternehmen am Markt positioniert und gegen Konkurrenten absichern kann. Zugleich liegt in dieser Logik aber auch das spezifische betriebswirtschaftliche Risiko derjenigen Unternehmen, auf welche am Neuen Markt spekuliert werden sollte.

[423] Siehe Joseph A. Schumpeter, Capitalism, Socialism and Democracy. London 1987, S. 106.
[424] Jessen, Venture Capital in Deutschland und in den USA, S. 79.

„Erschwerend kommt hinzu, dass sich das Risiko und die Datensicherheit bei innovativen Unternehmensgründungen (z.B. Spitzentechnologie) i.d.R. gegenläufig entwickeln. Je ‚neuer' die Gründungsidee ist, desto risikoreicher ist ihre Umsetzung, um so größer ist aber auch ihr Erfolgspotenzial im Erfolgsfall."[425]

Insofern die Bewertung der Aktien von der wirklichen wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens abhängt, gibt es Parallelen zwischen dem Spekulationsrisiko der Anleger und betriebswirtschaftlichem Risiko der Unternehmen. Anhand der wissenschaftlichen Literatur soll dieses Risiko, soweit es sich nur aus der wirtschaftlichen Entwicklung der Unternehmen selbst ergibt, also nicht aus dem zusätzlichen Bezug der Investoren aufeinander, dargestellt werden. Es zeigt sich, dass bei innovativen KMU ein spezifisches Risiko sowohl hinsichtlich der zahlungskräftigen Nachfrage, der Liquidität, des Konsolidierungsprozesses als auch im Falle der Insolvenz besteht.

Zunächst werden in der Literatur viele Risikofaktoren für kleine bzw. mittlere und innovative Unternehmen angegeben, die teils die Risken von neuen oder modifizierten Waren von herkömmlichen Unternehmen teilen, überwiegend aber spezifische Unsicherheiten beinhalten. In Form von Fragen lassen sie sich wie folgt zusammenfassen:

Wird das neue Produkt vom Gebrauchswert her betrachtet im Markt angenommen?[426] Ist das vorhandene gesellschaftliche Bedürfnis nach dem Gebrauchswert zahlungskräftig und ist dies groß genug, um einen Gewinn bei bestehenden Herstellungskosten zu realisieren? Oder umgekehrt, gelingt es dem Unternehmen relativ zur bestehenden zahlungskräftigen Nachfrage die Herstellungskosten rentabel zu gestalten?[427] Wird das Produkt am Markt dauerhaft angenommen? Sind Konkurrenten bereits vorhanden oder wie schnell können sie entstehen?[428] Ein innovatives Unternehmen steht vor dem Problem, auf alle Fragen eine einschätzende Antwort finden zu müssen, um die betriebswirtschaftliche Organisation darauf auszurichten, dabei aber auf keine Erfahrungswerte

[425] Wilhelm Schmeisser, Zur Kreditwürdigkeitsprüfung bei innovativen Technologieunternehmen, in: Wilhelm Schmeisser/Dieter Krimphove (Hrsg.), Vom Gründungsmanagement zum Neuen Markt – Strategien für technologieorientierte kleine und mittlere Unternehmen. Wiesbaden 2001, S. 101f.
[426] Siehe Wilhelm Schmeisser/Dieter Krimphove/Jan Grothe, Zwischen Gründungsmanagement und Neuem Markt, in: Wilhelm Schmeisser/Dieter Krimphove (Hrsg.), Vom Gründungsmanagement zum Neuen Markt – Strategien für technologieorientierte kleine und mittlere Unternehmen. Wiesbaden 2001, S. 6.
[427] Siehe Jessen, Venture Capital in Deutschland und in den USA, S. 106; Schmeisser, Kreditwürdigkeitsprüfung bei innovativen Technologieunternehmen, S. 102f.
[428] Siehe Christoph Fischer, Motive des Börsengangs am Neuen Markt. Berlin 2002, S. 130.

zurückgreifen zu können.

Für jedes Unternehmen ist die Liquidität in drei Hinsichten von Bedeutung: einerseits um den Herstellungsprozess mit einem Kapitalvorschuss einzuleiten, zum zweiten um die Kontinuität des bisherigen Herstellungsprozesses zu gewährleisten, zum dritten für die Finanzierung der Expansion. Aufgrund der Innovation und der Unternehmensgröße ergeben sich hier besondere Anforderungen und neue Risiken. Im Durchschnitt sind

> „(…) die Kosten für die Entwicklung und Umsetzung einer Innovation und damit auch die in den ersten Lebensphasenzyklusphasen akkumulierten Verluste mit zunehmend komplexer gewordenen Produkten in den letzten Jahren stark angestiegen (..). Zudem haben sich die Phasen des Wachstums und der Marktsättigung tendenziell verkürzt. Infolge dieser beiden Effekte hat sich das Innovationsrisiko tendenziell erhöht.“[429]

> „Anspruchsvolle Technologien verlangen oft nach weltweiter Vermarktung, um die hohen Entwicklungskosten schnell wieder einspielen zu können und die Marktposition gegen Nachahmer zu sichern. Dies erfordert einen hohen Kapitaleinsatz (…).“[430]

Manche Innovationen sind also derart kostenaufwendig, dass ihre Anfangskosten nur über den Weltmarkt zurückfließen können, was wiederum zu zusätzlich hohem Kapitalaufwand führt. Die Größe des notwendigen Kapitalvorschusses setzt von Anfang an die Notwendigkeit einer kostenaufwendigen Expansion. Das notwendige Wachstum ist dabei oft nur über Fusionen zu erreichen, welche neue Schwierigkeiten mit sich bringen. Ist der Preis für die Übernahme relativ zu all den vorher aufgeführten ungewissen wirtschaftlichen Aussichten gerechtfertigt und wie gut lässt sich das übernommene Unternehmen in den eigenen Betrieb integrieren?[431]

Damit die Umsätze und der Gewinn in Zukunft überdurchschnittliche Entwicklungen zeitigen können, ist zunächst die Schranke zu überwinden, dass Gewinne oder Umsätze nur in relativ geringem Umfang als Liquiditätsquellen vorhanden sind.[432] Weil materielle Sicherheiten im Vergleich zu herkömmlichen Unternehmen fehlen, stehen den Unternehmen zudem Leihkapital von Banken nur in

---

[429] Jessen, Venture Capital in Deutschland und in den USA, S. 98. Siehe auch Knips, Risikokapital und Neuer Markt, S. 15.
[430] Reto Francioni/Thomas Gutschlag, Der Neue Markt, in: Gerrit Volk (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgard 2000, S. 36.
[431] Siehe Uwe Christians, Going Public am Neuen Markt: Börsenreife – Bewertung - Preisfindung, in: Wilhelm Schmeisser/Dieter Krimphove (Hrsg.), Vom Gründungsmanagement zum Neuen Markt – Strategien für technologieorientierte kleine und mittlere Unternehmen. Wiesbaden 2001, S. 262.
[432] Siehe Ebd., S. 257.

restriktiver Form zur Verfügung.[433]

Sollte der Rückfluss des Kapitals durch den Warenverkauf oder der Geldzufluss z.B. vom Kapitalmarkt stocken, so treten bei innovativen KMU wiederum spezifische Probleme ein. So kann ein Produkt, das sich als unprofitabel herausstellt, meist nicht durch andere Produkte ausgeglichen werden.[434] Eine Quersubventionierung über andere Produkte des Unternehmens ist nicht möglich, wenn das Unternehmenskonzept auf nur einer Innovation beruht. Während der herkömmliche Weg der Konsolidierung im Falle von Liquiditätsschwierigkeiten darin besteht, „(…) weniger Rohmaterial einzukaufen, die Arbeitszeit der Mitarbeiter zu reduzieren und darüber die Fixkosten zu senken (…)“, verlängert er für die innovativen KMU

> „(…) die Zeit, bis ein Unternehmen sein Produkt fertig hat oder in einen Markt eintreten kann. (…) Eine Reduzierung des Personals wirkt sich daher auf die Zeit aus, die ein Unternehmen zur Fertigstellung eines Produkts oder zur Erreichung eines Marktes braucht.“[435]

Schließlich ist im Falle einer Insolvenz häufig die Übertragbarkeit des entwickelten Produktes auf andere Unternehmen aufgrund der Spezifität des Produktes nicht möglich.[436] Den Eigentümern innovativer KMU droht also im Falle des Misserfolges nicht nur Verlust, sondern ein Totalverlust des eingesetzten Geldes.

3. Der Widerspruch des Neuen Marktes

Nachdem auf die besondere Wachtumsaussicht und das besondere betriebswirtschaftliche Risiko der innovativen KMU mit Hilfe der wissenschaftlichen Literatur eingegangen wurde, ist auf das Regelwerk des Neuen Marktes zurückzukommen. Auf dem Handelssegment sollten Aktien von „innovativen Unternehmen“ zirkulieren, welche „ein überdurchschnittliches Umsatz- und Gewinnwachstum erwarten lassen.“[437] Relativ zu den wirtschaftswissenschaftlichen Ausführungen scheint damit ein Widerspruch formuliert zu sein. Erinnert sei daran, dass eine Innovation in diesem Sinne nicht

---

[433] Siehe Fischer, Motive des Börsengangs am Neuen Markt, S. 127.
[434] Siehe Jessen, Venture Capital in Deutschland und in den USA, S. 106.
[435] Stefan Kühl, Profit als Mythos – Über den Erfolg und Misserfolg im Exit-Kapitalismus, in: Paul Windolf (Hrsg.), Finanzmarkt-Kapitalismus – Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005, S. 136.
[436] Siehe z.B. Martin Gegner, Crash, Boom, Bang – Reload. Metamorphosen eines Softwareprojekts in Zeiten des New Economy-Hypes. Discussion Paper SP III 2003-115 des Wissensschaftszentrums Berlin für Sozialforschung (2003).
[437] Deutsche Börse AG, Regelwerk Neuer Markt, S. 12f.

schon mit einer Idee oder einer technischen Erfindung vorliegt. Die Rentabilität muss notwendig hinzutreten. Wenn aber der Begriff der Innovation die *tatsächliche* marktwirtschaftlich rentable Umsetzung einschließt, dann drückt im Gegensatz dazu die *Erwartung* eines überdurchschnittlichen Umsatz- und Gewinnwachstums aus, dass die Wirtschaftlichkeit noch nicht vorhanden ist.

Dieser Widerspruch ließe sich auflösen, wenn unterstellt wird, dass ein Unternehmen durch seine Innovation überhaupt schon einen Gewinn erzielt, aber noch nicht auf einem *über*durchschnittlichen Niveau. Der Gewinn könnte durchaus vorhanden, für den überdurchschnittlichen Durchbruch aber zusätzliches Kapital von der Börse notwendig sein. Ein solcher Unterschied von verschiedenen Phasen in der Unternehmensentwicklung findet sich in der Finanzierungstheorie von Wagniskapitalgebern, welche zur Klärung des Widerspruchs hier herangezogen werden soll.

Dort wird mit Phasenmodellen gearbeitet, welche Entwicklungsstufen des Produktes hin zur Marktfähigkeit unterscheiden. Die klassische Dreiteilung besteht in einer „Seed-Phase“, in der die Umwandlung einer „Idee“ hin zu einem Prototypen oder einem Geschäftsplan finanziert wird. In der zweiten Phase werden die Unternehmen als „Start-up“ bezeichnet. Hier wird überhaupt die Unternehmensgründung finanziert und die Umsetzung des Produkts in eine marktfähige Ware. Die Expansion ist die dritte Phase, die Investition seitens der Wagniskapitalgeber wird Wachstumsfinanzierung genannt.[438] Alleine in dieser dritten Phase liegt möglicherweise der oben angenommene Fall vor, dass das Unternehmen zwar Gewinne ausweisen kann, also eine Innovation tatsächlich vorliegt, für das antizipierte überdurchschnittliche Wachstum aber zusätzlicher Finanzierungsbedarf besteht. Allerdings bemerkt Jessen, dass „(…) ein Unternehmen, das sich in der Markteinführungphase befindet, i.d.R. keinen Gewinn (erwirtschaftet; H.K.), da auch die Kosten in dieser Phase stark zunehmen.“[439] Bei manchen Unternehmen lässt sich, wie oben dargestellt, nur durch die Expansion auf dem Weltmarkt eine Rentabilität überhaupt herstellen. In Werners Definition der Wachstumsfinanzierung dagegen ist die „Marktfähigkeit der Produktidee des KN

[438] Knips arbeitet mit mehr Abstufungen und führt zwischen der Start-up und Wachstumsphase noch die Produktionsaufbau- und Markteinführungsphase ein. Siehe Knips, Risikokapital und Neuer Markt, S. 10.

[439] Jessen, Venture Capital in Deutschland und in den USA, S. 132. Siehe auch Knips, Risikokapital und Neuer Markt, S. 10.

(Kreditnehmers; H.K.) (..) bewiesen".[440] Jessen hebt weiter den „idealtypischen Charakter" des Lebenszyklus einer Innovation basierend auf dem Phasenmodell hervor.

> „So handelt es sich bei der Realisierung von Innovationsvorhaben in Frühphasenunternehmen und deren Finanzierung um äußerst komplexe Sachverhalte, die durch Rückkopplungseffekte, fließende Übergänge und z.T. zeitliche Überschneidungen zwischen den einzelnen Phasen gekennzeichnet sind."[441]

Der Modellcharakter des Phasenmodells mag die unterschiedlichen Definitionen der Phasen in der Literatur erklären.

In der Praxis am Neuen Markt hat die Deutsche Börse AG sich jedenfalls nicht an die enge Vorgabe des Begriffes „Innovation" gehalten, nach der die Rentabilität vorhanden sein muss. Für das Ende des Jahres 1999 konnte folgende Bilanz gezogen werden:

> „Im Durchschnitt erzielten die Unternehmen des Neuen Marktes einen Gewinn von 0,5 Mio. Euro. Die Spanne liegt zwischen einem Verlust von 30 Mio. Euro und einem Gewinn von 32 Mio. Euro. Dabei ist bemerkenswert, daß im Jahre 1999 rund 40 % der Unternehmen, die am Neuen Markt gingen, einen Verlust im Geschäftsjahr vor der Börseneinführung auswiesen."[442]

Fast die Hälfte der Unternehmen hatte zum Börsenantritt nicht nachgewiesen, dass sich mit ihren neuen Produkten oder Vertriebswegen ein Gewinn erzielen lässt. Der Neue Markt hat sich in der Praxis den Widerspruch von Innovation im wirtschaftswissenschaftlichen Sinne und fehlendem Gewinn geleistet.[443] Wie bereits im 7. Kapitel über die Börsenregulierung in den Printmedien dargestellt, vermutet die *FAZ* in diesem Widerspruch eine Ursache der Krise des Neuen Marktes. Die *FAZ* hält zugleich an dem Widerspruch fest, wenn sie meint, dass die gelisteten Unternehmen „zumindest schon an der Schwelle des Gewinns stehen" sollten.[444] Nicht den tatsächlich vorhandenen Gewinn, sondern die zeitliche Nähe zum Gewinn,

---

[440] Werner, Venture-Capital-Politik in Deutschland, S. 34.
[441] Jessen, Venture Capital in Deutschland und in den USA, S. 129. Für ein Softwareprojekt wird dies übersichtlich dargestellt in: Gegner, Crash, Boom, Bang; siehe auch Marianne Kulicke, Ansätze zur Erklärung von Entwicklungsmustern technologieorientierter Unternehmensgründungen, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 4/1991, S. 350.
[442] Francioni/Gutschlag, Der Neue Markt, S. 33.
[443] Wie übrigens alle anderen europäischen Wachstumsbörsen auch. Allein der spanische „Nuevo Mercado" nahm ausnahmlos Aktiengesellschaften auf, welche einen Gewinn ausweisen konnten. Siehe Giancarlo Giudici/Peter Roosenboom, Venture Capital and New Stock Markets in Europe, in: Giancarlo Giudici/Peter Roosenboom, The rise and fall of Europe`s new stock markets. Amsterdam 2004, S. 21.
[444] FAZ, 19.07.2002, S. 11.

sollte die Deutsche Börse AG in ihrer Börsenzulassung antizipieren.

Als Zwischenthese kann festgehalten werden, dass durch die Praxis der Deutsche Börse AG, auch Unternehmen zuzulassen, welche bei Börsenzulassung keinen Gewinn vorweisen konnten, das Anlegerrisiko erhöht wurde. Die Anleger trugen nicht nur das Risiko, dass ihr Geld in ein Unternehmen eingebracht wurde, das kein überdurchschnittliches Gewinn- und Umsatzwachstum zeitigen würde, sondern nur ein herkömmliches Wachstum. Sie trugen darüber hinaus das Risiko eines Totalverlustes ihres Aktienkapitals, wenn die Unternehmen niemals die Rentabilität erreichen würden. Ob hier in der mangelhaften Auslesepolitik der Deutsche Börse AG der Grund der Krise zu verorten ist, wird zunächst als mögliche Erklärung festgehalten. Erinnert sei aber in diesem Zusammenhang an die Aussage, dass die Raten des Wachstums im Erfolgsfall umso höher ausfallen, je jünger das Unternehmen und die mögliche Innovation sind. Eine strikte Börsenpolitik, nach der nur Unternehmen mit tatsächlich vorhandenem Gewinn aufgenommen werden, beschränkt also die überdurchschnittlichen Wachstumsaussichten graduell. In den folgenden Kapiteln wird darauf zurückzukommen sein.

XI. Schranken der Finanzierung und der Durchbruch am Neuen Markt

Der banale Ausgangspunkt des Projektes, innovative KMU zu fördern, liegt darin, dass das Privateigentum der innovativen Unternehmer in spe nicht ausreicht, um die im vorherigen Kapitel beschriebenen drei Unternehmensphasen zu finanzieren. Weder reicht das Geld für die Entwicklung einer Geschäftsidee aus, noch zur Markteinführung und auch nicht für eine Expansion. Die erste Schranke fürs Wachstum liegt also nicht darin, dass die Erweiterung durch den Umfang der eigenen Kapitalrückflüsse beschränkt wäre, sondern darin, dass gar keine bis kaum Rückflüsse vorhanden sind. Andere Geldquellen als die nächste „Lösung" dieses Problems sollen also die Unternehmen nicht von der Schranke ihres eigenen Umsatzes befreien, sondern überhaupt erst das Geschäft stiften.

Nicht nur die Förderung innovativer KMU, sondern die Förderung des Mittelstandes überhaupt ist seit den achtziger Jahren ein Anlass für wirtschaftspolitische Debatten. Diesen ist in der Regel ein pessimistischer Grundton gegenüber den Finanzierungsmöglichkeiten von kleinen und mittleren Unternehmen zu entnehmen. Diese Finanzierungsschwierigkeiten sollen im Folgenden dargestellt werden, um die zentrale Frage dieses Kapitels vorzubereiten: Wie hat sich die Deutsche Börse AG in ihrer Konstruktion des Neuen Marktes auf diese Hindernisse bezogen und was ist unterstellt, wenn dieser für zumindest drei Jahre die Finanzierungsschwierigkeiten erfolgreich überwunden hat?

1. Die Finanzierungsschwierigkeiten kleiner und mittlerer Unternehmen

Der Blick auf die Banken als erste fremde Kapitalquelle für innovative KMU fiel ernüchternd aus:

> „Erste Anlaufstelle für Unternehmensgründer sind fast immer die Kreditinstitute. Die Haltung der Kreditinstitute den Gründern gegenüber kann als ambivalent bezeichnet werden. Das Geschäft mit Existenzgründern ist nämlich aufgrund der hohen Beratungsintensität, dem damit verbundenen großen Arbeitsaufwand sowie dem nicht zu unterschätzenden Ausfallrisiko zunächst nicht profitabel. Erst wenn der Gründer sich am Markt durchsetzt und seiner Hausbank auch in späteren Lebensphasen die Treue hält, wird aus einer defizitären Beziehung eine rentable. Insofern ist es nachzuvollziehen, dass viele – vor allem private – Banken lieber bereits etablierte Unternehmen akquirieren,

> die auf Grund ihrer vergangenen Entwicklung und der dann oft verfügbaren Sicherheiten die bankinternen Kreditvergabekriterien erfüllen.“[445]

Für das Leihgeschäft eignen sich die innovativen KMU scheinbar nicht. Die fehlenden materiellen Sicherheiten sind nicht adäquat für ein Geschäft, das von den Banken selbst schon mit Fremdkapital, dem ihrer Kunden, betrieben wird.[446] Ebenso scheint der notwendige Kontrollaufwand in keinem Verhältnis zu den Rentabilitätskriterien zu stehen. Deswegen wird in der Debatte über die Förderung der risikoreichen Unternehmen das Eigenkapital in Form von Beteiligungsgesellschaften oder Aktien als nächste mögliche Quelle begutachtet. Interessanterweise schränkt Claussen die Notwendigkeit dieses Überganges innerhalb des wirtschaftspolitischen Zweckes, Unternehmensgründungen zu finanzieren, historisch und hinsichtlich einer entscheidenden Bedingung ein:

> „Die Kreditinstitute können mit Kreditmitteln dieses Eigenkapital nicht ersetzen, wie dies in früheren Jahrzehnten geschah. Denn im Gegensatz zu den 50iger und 60iger Jahren tragen heute Neugründungen das Risiko einer Ökonomie mit niedrigem Wachstum. Folglich ist das Risiko zu hoch. Deshalb müssen Investitionen und Anfangsverluste von Gründungen mit Eigenkapital finanziert werden.“[447]

Neben die Risiken, welche bei einer Neugründung immer vorhanden sind, tritt das besondere Risiko einer schwach wachsenden Volkswirtschaft. Während die Banken zu Zeiten des „Wirtschaftswunders“ auch Neugründungen oder junge Unternehmen mit Krediten versorgt haben, überschreitet das Ausfallrisiko unter anderen Vorzeichen eine kritische Grenze.[448] Warum „deshalb“ das Eigenkapital die Lösung sein soll, ist zunächst nicht unmittelbar einzusehen. Die Schranken, welche die bisherige Börsenstruktur und die Unternehmensbeteiligungsgesellschaften für das wirtschaftspolitisch gewünschte Projekt der Förderung junger innovativer Unternehmen aufwiesen, hatten schließlich denselben Grund: Das Risiko war zu

---

[445] Uwe Christians, Aktivitäten von Kreditinstituten im Rahmen des Existenzgründungsprozesses, in: Wilhelm Schmeisser/Dieter Krimphove (Hrsg.), Vom Gründungsmanagement zum Neuen Markt – Strategien für technologieorientierte kleine und mittlere Unternehmen. Wiesbaden 2001, S. 57.

[446] Siehe auch Michael Kempkes/Florian Haffa, Der Neue Markt als Chance für junge Wachstumsunternehmen – das IPO der EM.TV & Merchandising AG, in: Gerrit Volk (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgart 2000, S. 150; Christoph Fischer, Motive des Börsengangs am Neuen Markt. Berlin 2002, S. 127; Horst Albach/Dieter Köster, Risikokapital in Deutschland, Discussion Paper FS IV 97 – 17, Wissenschaftszentrum Berlin, 1997, S. 2 und BMWi, Wagniskapital. Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft. Bonn 1997, S. 5.

[447] Carsten P. Claussen, Neue Aufgaben für die Aktie verlangen reformiertes Recht, in: Bundesverband der Börsenvereine an deutschen Hochschulen (BVG) e.V. (Hrsg.), Aktienkultur – Perspektiven für den Finanzplatz Deutschland. Wolfratshausen 1997, S. 55.

[448] Siehe auch Albach/Köster, Risikokapital in Deutschland, S. 2f.

hoch.

Neben der Börse besteht die direkte Beteiligung von Wagniskapitalgebern als Möglichkeit der Eigenkapitalausstattung für innovative KMU. Durch die direkte Beteiligung werden kleine und mittlere Unternehmen mit zusätzlichem Eigenkapital ausgestattet, welches nicht mit laufenden Zinsen bedient werden muss und längerfristig in dem Unternehmen gebunden bleibt. Diese Beteiligungsgesellschaften versuchen über die Steigerung des Unternehmenswertes über einen Zeitraum bis zu zehn Jahren und anschließenden Verkauf der Anteile ihre Rendite zu erzielen. Bereits in den 60er Jahren wurden in der Bundesrepublik Deutschland mit staatlicher Unterstützung erste Beteiligungsgesellschaften gegründet, die aber nicht auf innovative Unternehmen konzentriert waren.[449] Erst 1975 wurde eine erste Wagnisfinanzierungsgesellschaft gegründet, welche sich auf innovative Unternehmen spezialisierte. Der Bund unterstützte diese von mehreren Banken und Unternehmen gegründete Gesellschaft mit einer Verlusthaftung von 75% bis zu einer absoluten Höchstgrenze bis 50 Mio. DM. Dieses Projekt wurde frühzeitig 1984 eingestellt, weil von dem investierten Kapital von 70 Mio. DM bereits 30 Mio. DM abgeschrieben werden mussten.[450] Von Ergebnissen in den USA angespornt, die mit Unternehmen wie Apple erzielt werden konnten, begann 1983 die eigentliche Geburtsstunde des Wagniskapitals in dem Sinne, dass mehrere Gesellschaften entstanden sind, die in die Frühphasenfinanzierung von innovativen KMU investierten. Zum Ende des Jahrzehnts stellte sich aber auch hier Ernüchterung ein. Viele Beteiligungen scheiterten, und die Kapitalgesellschaften verlagerten ihre Investments in Unternehmen, die bereits spätere Entwicklungsphasen erreicht hatten oder in solche, die aus traditionellen Branchen stammten.[451] Mit politischer Unterstützung durch verschiedene Förderprogramme im Zeitraum von 1988 bis 1997 gelang es in den 1990er Jahren die Wagniskapital-Finanzbranche erneut zu Steigerungsraten in der Frühphasenfinanzierung zu aktivieren. Alleine mit den Programmen aus der Zeit von 1995 bis 1997 sollte sie mit insgesamt 4 Mrd. DM

[449] Die folgende historische Darstellung basiert im Wesentlichen auf Ebd., S. 161-178 und Christoph K. Werner, Venture-Capital-Politik in Deutschland – Status Quo und Optimierungsansätze. Düsseldorf 2000, S. 117-132.
[450] Ebd., S. 121.
[451] „Wahrscheinlich haben die Early stage-Spezialisten auch vergebens die deutsche Microsoft, Digital Equipment und Apple gesucht.“ Holger Frommann, Venture Capital in Deutschland, in: Bundesverband der Börsenvereine an deutschen Hochschulen e.V. (Hrsg.), Aktienkultur – Perspektiven für den Finanzplatz Deutschland. Wolfratshausen 1997, S. 102.

öffentlicher Fördergelder unterstützt werden. Begleitet wurden diese Programme durch gesetzliche Änderungen, die der Förderung der Beteiligungsgesellschaften dienten.

Diese knappe historische Darstellung verzichtet auf die detaillierte Diskussion der ausgemachten Probleme der jeweiligen Versuche in der bundesrepublikanischen Beteiligungskapitalgeschichte, weil sie zunächst für die Fragestellung nicht von Interesse sind. Für die Frage, aus welchen Schwierigkeiten heraus der Neue Markt eine Lösung für das wirtschaftspolitische Programm einer Förderung innovativer KMU sein sollte, ist hier nur ein Punkt festzuhalten: Bis zum Anfang der 1990er Jahre war die renditebezogene Erfahrung der Wagniskapitalgesellschaften in Deutschland mangelhaft.[452] Ohne weitreichende politische Unterstützung und politische Risikohaftung, wäre auch der Boom in den 1990er Jahren nicht entstanden.[453] Nach Jessen lagen aber auch bis 2002 „(…) keine gesicherten Daten über die Rentabilität zumindest einer signifikanten Teilmenge der VC Fonds (Venture Capital; H.K.) in Deutschland vor.“[454] Während einige Autoren die Risikoscheu der institutionellen Anleger kritisieren[455], vermutet dieser:

> „Der bisher fehlende Nachweis der tatsächlichen Renditen, d.h. der Profitabilität der deutschen VC Gesellschaften, ist womöglich sogar einer der wesentlichen Gründe für die im Vergleich zu den USA zu beobachtende relative Zurückhaltung institutioneller Kapitalgeber.“[456]

Hinsichtlich der Börse als Mittel der Eigenkapitalbildung für KMU wurde vor dem Neuen Markt ebenfalls eine ernüchternde Bilanz gezogen:

> „Nur wenn Investoren die Gewissheit haben, zu vertretbaren Kosten aus einem Investment wieder auszusteigen, sind sie überhaupt bereit, sich zu engagieren. Hierin lag vor Einführung des Neuen Marktes ein wesentliches Problem des deutschen Aktienmarktes begründet: Die meisten Aktien kleinerer und mittlerer

---

[452] Albach/Köster, Risikokapital in Deutschland, S. 22.

[453] Siehe auch Michael Gaida, Venture Capital in Deutschland und den USA – Finanzierung von Start-ups im Gefüge von Staat, Banken und Börsen. Wiesbaden 2002, S. 276.

[454] John P. Jessen, Venture Capital in Deutschland und in den USA – Methoden zur Managementbetreuung von innovativen Frühphasenunternehmen. Frankfurt am Main 2002, S. 194. Siehe auch Werner, Venture-Capital-Politik in Deutschland, S. 94.

[455] Siehe z.B. Albach/Köster, Risikokapital in Deutschland, S. 5f. oder natürlich die Unternehmer selbst: Kempkes/Haffa, Der Neue Markt als Chance, S. 150.

[456] Jessen, Venture Capital in Deutschland und in den USA, Fn. 630, S. 192. Werner behauptet auch für den amerikanischen Markt keine aussagekräftigen Ergebnisse: „Bisher liegen allerdings nur wenige Erkenntnisse zu den mit VC erzielbaren Renditen vor. Die vor allem in der Presse üblicherweise zitierten Supererfolge einer VC-Investition bei DEC oder Apple Computer mit einer Verhundertfachung der eingesetzten Mittel bilden offensichtlich die absolute Ausnahme.“ Werner, Venture-Capital-Politik in Deutschland, S. 94.

> Unternehmen hatten unter geringen Umsätzen zu leiden. Die Folge war ein doppelter Teufelskreislauf der Illiquidität."[457]

Mit dem „Teufelskreislauf" sprechen Francioni und Gutschlag den Umstand an, dass niedrige Umsätze bei Aktien den Anreiz für Banken mindern, eine Analyse der entsprechenden Aktiengesellschaft durchzuführen. Für die Anleger hat dies zur Folge, dass keine detaillierten Informationen vorhanden sind und die Anlagebereitschaft gering ist. Zugleich führt die Umsatzlosigkeit zu hohen Kauf-Verkaufsspannen. Für den Anleger resultieren daraus hohe Transaktionskosten, was wiederum die Investitionsbereitschaft mindert. Neben der vergleichenden Einschätzung der wirtschaftlichen Entwicklung eines Unternehmens ist also für den Aktionär die Größe des Umsatzes der Aktien relevant. Bei gleichen wirtschaftlichen Entwicklungsaussichten, wird ein Aktionär demjenigen Unternehmen den Vorzug geben, das aufgrund der Größe mehr Aktien emittiert hat und von daher einen größeren Aktienhandel versprechen kann.[458]

Insofern der Gesetzgeber mit der rechtlichen Definition des Börsensegmentes „Amtlicher Handel" auf diese Bedingungen eines erfolgreichen Börsenhandels eingegangen ist, scheint er nur die großen Unternehmen unterstützt zu haben, während die kleinen und mittleren Unternehmen an den Aufnahmebedingungen scheiterten.[459] Senkte der Gesetzgeber die Hürden, wie es mit dem Börsensegment „Geregelter Markt" 1987 geschehen ist, so sind die Anleger aufgrund mangelnder Transparenz und Liquidität nicht bereit den notwendigen Umsatz herbeizuführen.[460]

Aus der Perspektive der Banken als Emissionshäuser wurde in der öffentlichen Diskussion auf zwei Probleme hingewiesen. Erstens schienen den Banken die prozentualen Gebühren für eine Emissionsbegleitung bei KMU aufgrund ihres geringen Emissionsvolumens zu gering.[461] Zweitens fürchteten die Banken die lange Zeit der Prospekthaftung, welche zusätzlich das Interesse der Banken an Emissionen

---

[457] Reto Francioni/Thomas Gutschlag, Der Neue Markt, in: Gerrit Volk (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgard 2000, S. 32.

[458] Siehe auch Katja Plückelmann, Der Neue Markt der Deutschen Börse AG. Frankfurt am Main 2000, S. 59.

[459] „Vielen jungen Unternehmen erscheinen die Umwandlung in die Rechtsform der Aktiengesellschaft und der Börsengang als wenig attraktiv. Verwiesen wird immer wieder auf die damit verbundenen besonderen Publizitätsanforderungen und auf die als zu hoch angesehenen Kosten des Börsengangs." BMWi, Wagniskapital, S. 14.

[460] Siehe Robert von Heusinger, Wie die Neuen Märkte sprießen, in: Börsen-Zeitung, 27.02.1997, S. 1 und Hans-Peter Burghof/Adrian Hunger, The Neuer Markt: An (overly) risky asset of Germany's financial system, in: Giancarlo Giudici/Peter Roosenboom, The rise and fall of Europe`s new stock markets. Amsterdam 2004, S. 298.

[461] Siehe BMWi, Wagniskapital, S. 15.

von riskanteren kleineren und mittleren Aktiengesellschaften beschränkte.[462] Die Beratungshaftung wiederum sorgte für eine vorsichtige Anlegerberatung, unter der vor allem die KMU zu leiden hatten.[463] Die Lösung für diesen Teil des Problems innerhalb des wirtschaftspolitischen Zweckes, der Förderung kleinerer und mittlere innovativer Unternehmen, kann hier vorweg genommen werden: Mit dem dritten Finanzmarktförderungsgesetz, das am 01.04.1998 in Kraft trat, senkte die Bundesregierung die Prospekthaftung von fünf auf drei Jahre und die Beratungshaftung von 30 auf drei Jahre.[464]

2. Der Bezug des Neuen Marktes auf die Hindernisse

Den Banken ist die Finanzierung innovativer KMU zu riskant gewesen. Die risikobereiten Wagniskapitalgesellschaften hatten mit Hilfe von öffentlichen Fördergeldern zwei Finanzierungszyklen eingeleitet, den Beweis der Rentabilität ihres Finanzierungsmodelles aber nicht bewiesen. Die Börsenstruktur vor dem Neuen Markt war für kleine und mittlere Unternehmen generell ein schwieriges Finanzierungsmittel, aufgrund der geringen Umsätze für die Anleger, der Publizitätsanforderungen für die Unternehmen und der geringen Renditeaussichten der Banken bei der Emissionstätigkeit.

Von 1997 bis Anfang 2000 ist es dem Neuen Markt dagegen gelungen, kleinere und mittlere Unternehmen an der Börse zu platzieren. Welche Maßnahmen wurden relativ zu den benannten Schwierigkeiten ergriffen und welche anderweitigen Bedingungen sind im phasenweisen Erfolg des Neuen Marktes unterstellt?

Erstens: Dass die hohen Publizitätsanforderungen des amtlichen Handels aus Kostengründen für kleine und mittlere Aktiengesellschaften eine Schranke darstellten, wurde zunächst in der Konzeption des Neuen Marktes bewusst ignoriert.

---

[462] Die Aktiengesellschaft und die Emissionsbank informieren mit dem Börsenprospekt bei der Emission der Aktien an der Börse über den bisherigen und erwarteten Geschäftsverlauf, über die Produktpalette und die letzte Bilanz. Dies ist bei den schärfer regulierten Börsensegmenten Pflicht. Die Gesellschaft und die Bank „(...) haften für Schäden, die dem Anleger aufgrund fahrlässiger, fehlerhafter oder absichtlich irreführender Angaben im Emissionsprospekt entstehen.“ Alfred B.J. Siebers/ Martin M. Weigert, Börsen-Lexikon. München 1998, S. 284.

[463] Siehe Albach/Köster, Risikokapital in Deutschland, S. 8.

[464] „Die Verkürzung der Beratungshaftung für die Banken von 30 auf drei Jahre werde dazu führen, daß die Beratung offensiver werde. Die Klagen, die Anlageberater würden zu oft von Aktien abraten und kleine Werte erst gar nicht in Betracht ziehen, hingen mit der bisherigen Frist von 30 Jahren zusammen.“ Robert von Heusinger, Bankenverband denkt an neuen Risikomarkt, Börsenzeitung vom 12.06.1997 zitiert nach: Verlag Börsen-Zeitung (Hrsg.), Der Neue Markt der Frankfurter Wertpapierbörse – Ein Jahr Neuer Markt im Spiegel der Börsen-Zeitung. Frankfurt am Main 1998, S. 27.

Im Gegenteil wurden für den Neuen Markt relativ hohe Anforderungen an Publizität, Bilanzregeln und laufende Berichtspflichten gestellt, um Anlegern und Banken eine Analyse der jeweiligen Unternehmen zu erleichtern und damit ein Engagement zu befördern. Im Juni 1997 gab sich daher der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft in seinem Gutachten zum Thema „Wagniskapital“ noch skeptisch:

> „Mit diesen Anforderungen ist auch für dieses Marktsegment eine Eintrittsbarriere geschaffen worden, die nur wenige junge Unternehmen werden überspringen können. Der Neue Markt wird daher das Problem nicht lösen, den jungen Unternehmen eine Börseneinführung in einem im Vergleich zum Amtlichen Handel attraktiven, weil leichter zugänglichen Markt, zu ermöglichen.“[465]

Der Neue Markt hatte es in seinen ersten drei Jahren dennoch geschafft, hinsichtlich der Anzahl von Neuemissionen kleiner und mittlerer Unternehmen alle Erwartungen zu übertreffen. Die hohen Kosten scheuten die innovativen KMU immer weniger. Dies verweist auf die Erwartung überdurchschnittlicher Kapitalzuflüsse für die Aktiengesellschaften als entscheidende Bedingung für ihr Wagnis.

Zweitens: Börsenwillige KMU fanden vor dem Neuen Markt eine Schranke an den Provisionserwartungen der Banken. Der Aufwand stand für diese in keinem angemessenen rentablen Verhältnis zu den prozentualen Einnahmen aufgrund des geringen Emissionsvolumens. Die zunehmende Anzahl von Emissionshäusern am Neuen Markt unterstellt daher, dass auf einem anderen Wege die angemessene Rentabilität sichergestellt wurde. In den untersuchten Printmedien wurde in dieser Hinsicht auf die bevorzugte Behandlung bei der Zuteilung von neuemittierten Aktien hingewiesen. Diese vom eigentlichen Emissionsgeschäft abgeleitete Bevorzugung, ist für die Banken aber nur dann als Ausgleich für die ansonsten geringe Provision anzunehmen, wenn die Aktien entsprechende Kurssteigerungen erwarten lassen. Auch für diese Seite des Problems, kleinen und mittleren Unternehmen Eigenkapital über die Börse zufließen zu lassen, ist also die Erwartung überdurchschnittlicher Kursentwicklungen die entscheidende Bedingung.

Gleiches ist drittens für die Rolle der „Designated Sponsors“ anzunehmen. Um einen funktionierenden Sekundärmarkt sicher zu stellen, machte der Neue Markt den Aktiengesellschaften die Auflage, zwei Betreuerbanken zu stellen, welche sich verpflichteten, jederzeit Kauf- und Verkaufsangebote in einer engen Preisspanne zu

[465] BMWi, Wagniskapital, S. 18.

stellen. Dass sich diese Rolle nur rentiert, wenn entweder die Umsätze sehr hoch sind oder aber sich darüber in der Bevorzugung bei der Aktienzuteilung eine ergänzende Einnahmequelle erschließt, zeigt sich in der Beschwerde der Betreuerbanken, dass sich ihre Tätigkeit im Jahr 2001 nicht mehr lohnen würde.[466]

Viertens: Insofern die hohen Umsätze im Handel für die Rentabilität der Betreuertätigkeit sorgten, ist die Lösung des Problems des mangelnden Interesses seitens der Anleger für die KMU unterstellt. Hier versuchte die Deutsche Börse AG in der Struktur des Neuen Marktes auf verschiedenen Ebenen entgegenzuwirken, wie etwa mit den Designated Sponsors und den Publikationspflichten. Dennoch bleibt auch mit diesen Rahmenbedingungen das vergleichsweise höhere Risiko bei der Anlage in kleinen und mittleren Werten. Die Aussicht auf vergleichsweise überdurchschnittliche Kurssteigerungen ist hier die zentrale Bedingung für das Engagement in den KMU, was mit dem Neuen Markt über drei Jahre erreicht wurde.

Mit diesen Überlegungen soll deutlich gemacht werden, dass der Durchbruch in der deutschen Aktienkultur hinsichtlich kleiner und mittlerer Unternehmen am Neuen Markt nur über den Hebel überdurchschnittlicher Wachstumsaussichten und damit verbundenen überdurchschnittlichen Kurssteigerungen gelungen ist. Angesichts der Börseneuphorie und in Anbetracht dessen, dass die untersuchten Printmedien und Zeitzeugen das Faktum überschwänglicher Börsenteilnehmer immer hervorheben, mag dies zunächst als ein etwas mühsam erarbeitetes Zwischenergebnis erscheinen. Allerdings besteht ein Unterschied darin, ob der Zusammenbruch des Neuen Marktes dem „irrationalen Überschwang“ zugeschrieben wird oder ob, wie hier herausgearbeitet wurde, eine überdurchschnittliche Erwartungshaltung die zentrale Bedingung für die Beseitigung vorheriger Schranken innerhalb der deutschen Börsenstruktur war. Während die bisher vorgestellten Krisenerklärungen den Zusammenbruch des Neuen Marktes von demselben trennen und in die Psyche der Börsenteilnehmer verlagern, ist hier zunächst das Urteil herausgearbeitet worden,

[466] „Die Deutsche Börse will offenbar das in die Kritik geratene Modell für die Aktienbetreuer (Designated Sponsors) ändern. ‚Wir prüfen eine konzeptionelle Weiterentwicklung des Betreuerkonzepts’, sagte eine Sprecherin am Montag auf Anfrage. (…) Die Börse reagiert mit den Änderungen auf die Kritik der Betreuer. Die Designated Sponsors sollen durch häufiges Stellen von möglichst engen Kursspannen für Liquidität bei kleinen und mittleren Aktien sorgen und gehen dafür entsprechende Risiken ein. Angesichts der hohen Kursverluste und gesunkenen Handelsvolumina vor allem am Neuen Markt hatte sich dies aber für sie finanziell immer weniger gelohnt. Viele Banken und Maklerunternehmen kündigten in den vergangenen Monaten an, sich aus dem Betreuergeschäft zurückzuziehen.“ FAZ, 13.11.2001, S. 31.

dass die positive Einstellung nicht vom phasenweisen Erfolg des Neuen Marktes zu trennen ist.

Damit ist auch die im vorherigen Kapitel festgehaltene Arbeitshypothese, nach der die Deutsche Börse AG in ihrer Auswahl der Unternehmen der Grund der Krise des Neuen Marktes sei, in Frage gestellt. Nach dieser These hätte sie durch eine strikte Aufnahmepolitik, bei der nur Unternehmen mit vorhandenen Gewinnen gelistet worden wären, den völligen Zusammenbruch des Neuen Marktes verhindern können. Wenn allerdings die Aussicht auf überdurchschnittliches Wachstum bei allen Akteuren überhaupt erst den Neuen Markt ins Leben gerufen hat und zugleich gilt, dass je neuer die mögliche Innovation und je kleiner das Unternehmen, desto höher die Wachstumsaussichten, dann muss der Vorwurf an die Deutsche Börse AG präzisiert werden: Nicht durch die mangelnde Auswahl, sondern durch den Versuch überhaupt, den Neuen Markt zu gründen, hat sie den Boden für die Krise bereitet.

3. Notwendig falsches Bewusstsein am Neuen Markt

Insofern eine euphorische Grundstimmung die notwendige Existenzbedingung für den Neuen Markt war, kann man sagen, dass die Börsenteilnehmer tendenziell zu der Überzeugung gelangen mussten, dass die gelisteten Werte Wachstumswerte und keine Risikowerte seien.

In diese Richtung haben die Verantwortlichen der Frankfurter Wertpapierbörse denn auch Werbung gemacht. Als Beispiele können zum einem die Ankündigung des Vorstandsvorsitzenden der Deutschen Börse AG, Werner Seifert, dienen, der versprach, „(...) den ‚Neuen Markt' dem Publikum als wahres Wunderding zu verkaufen."[467]; zum zweiten der Artikel vom Zuständigen des Neuen Marktes, Francioni, welcher unter der Überschrift „Gründe für den Erfolg des Neuen Marktes" im wesentlichen einfach tautologisch auf die hohen Kurssteigerungen verwies.[468]

Werbung ist aber nicht identisch mit der Überzeugung der Rezipienten. Diese mussten eigenständig die nachfolgenden Verkehrungen vollzogen haben, um sich den notwendigen Optimismus für den Durchbruch der innovativen KMU-Finanzierung über die Börse zuzulegen:

Erstens traf der Neue Markt in seiner Börsenzulassung keine negative

[467] Lucas Zeise, Imperativ Neuer Markt, Börsen-Zeitung vom 22.01.1997, in: Verlag Börsen-Zeitung (Hrsg.), Der Neue Markt der Frankfurter Wertpapierbörse – Ein Jahr Neuer Markt im Spiegel der Börsen-Zeitung. Frankfurt am Main 1998, S. 15.
[468] Francioni/ Gutschlag, Der Neue Markt, S. 35ff.

Vorauswahl, wie es Wagniskapitalgesellschaften auch machen.[469] Die Tatsache, dass ein Unternehmen am Neuen Markt gelistet war, wurde zum positiven Beweis, dass das Unternehmen ein Wachstumswert sei. So wurde in dieser Hinsicht die Selbstdarstellung des Neuen Marktes, nach der die gelisteten Unternehmen „ein überdurchschnittliches Umsatz- und Gewinnwachstum erwarten lassen" verwandelt in die Gewissheit, dass die Erwartung auch faktisch stimmt. Man beachte in diesem Zusammenhang die Verwendung des Präsens in der folgenden Beschreibung des Neuen Marktes:

> „Der Neue Markt ist als Handelssegment für kleinere und mittlere in- und ausländische Unternehmen gedacht, die über ein überdurchschnittliches Umsatz- und Gewinnwachstum verfügen."[470]

Die Unternehmen wiederum haben sich auf diese Verkehrung bezogen:

> „Da die Bilanzen der FuE-intensiven (Forschung und Entwicklung; H.K.) Unternehmen wenig aussagekräftig in Bezug auf den tatsächlichen Unternehmenswert sind, (nutzten; H.K.) gerade innovative Wachstumsunternehmen die Möglichkeit einer Notierung an einer Börse mit strikten Aufnahmekriterien und anderen vergleichsweise hohen Kosten als glaubwürdiges Qualitätssignal (...)."[471]

Zweitens: Steigende Kurse wurden zum Beleg, dass tatsächlich nicht bloß die Aussicht auf überdurchschnittliche Umsatz- und Gewinnzahlen, sondern faktisch schon ein Wachstumsunternehmen vorliegen würde. Die Kennzahlen, welche nur die Einschätzungen der Anleger für die zukünftige Unternehmensentwicklung ausdrückten, wurden in eins gesetzt mit dem Unternehmenswachstum an sich. Diese Verkehrung drückte sich auch darin aus, dass, entgegen der Praxis von Wagniskapitalgebern, steigende Preise der Unternehmensanteile die Investition in ein risikoreiches Objekt nicht zunehmend unattraktiver machten, sondern den Börsenteilnehmern bewiesen, dass es sich bei dem Unternehmenswert faktisch um

---

[469] „Um diese (Rendite; H.K.) zu erhalten, müssen Nachfragen nach Venture Capital gut geprüft und stark selektiert werden. Nach einer amerikanischen Faustregel kommen von 100 Anfragen in der Regel 1 bis 3 zum Abschluß. Aber auch nicht alle in einem Portfeuille befindlichen Unternehmen, in die also investiert wurde, können die gesetzten Erwartungen erfüllen. Bei einem beispielhaften Portfolio von 10 Beteiligungen gibt es erfahrungsmäßig bis zu 3 Flops, 1 oder 2 Stars, die die Zielrendite weit übertreffen, und der Rest sind sog. ‚lame ducks', die unter der Zielrendite bleiben." Frommann, Venture Capital in Deutschland, S. 104.

[470] Herbert Hansen, Der Börsengang aus der Sicht des Privatanlegers, in: Gerrit Volk (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgard 2000, S. 49. Siehe auch Lucas Zeise, Ein Modell für die Börse, Börsen-Zeitung vom 20.12.1996, in: Verlag Börsen-Zeitung (Hrsg.), Der Neue Markt der Frankfurter Wertpapierbörse – Ein Jahr Neuer Markt im Spiegel der Börsen-Zeitung. Frankfurt am Main 1998, S. 14.

[471] Fischer, Motive des Börsengangs am Neuen Markt, S. 133.

ein Wachstumsunternehmen handele.

Die Aussage, dass alle Börsenteilnehmer herkömmliche Bewertungsmaßstäbe ignoriert hätten und daher der Euphorie keine Grenze gesetzt wurde, lässt sich dagegen nicht halten. Das folgende Kapitel über die Diskussion richtiger Bewertungsmaßstäbe zeigt im Gegenteil, dass der bewusste Bezug auf diese Maßstäbe durchaus zur Begründung der Kurssteigerungen genutzt wurde.

XII. Die Bewertung der Wachstumsunternehmen

Die untersuchten Printmedien, aber auch Erklärungen mit wissenschaftlichem Anspruch haben die allgemeine Übertreibung der Börsenteilnehmer anhand von Vergleichen mit herkömmlichen Aktien oder Börsensegmenten dargestellt. Dieser Vergleich ist äußerlich, da er den spezifischen Spekulationsinhalt des Neuen Marktes in dem Vergleich nicht berücksichtigt. Auch während der Boomjahre des Neuen Marktes hatten dessen professionelle Befürworter mit diesem Vergleich zu kämpfen, der ihnen von skeptischen Zeitgenossen angetragen wurde. Die Befürworter in Gestalt von Wissenschaftlern und professionellen Analysten versuchten den scheinbar abnormen Kursverlauf durch neue, dem Spekulationsinhalt angemessene Bewertungsverfahren zu begründen.

An der folgenden Darstellung und Diskussion dieser neuen Bewertungsverfahren soll erstens gezeigt werden, wie sich die Spekulation durch den modifizierten Bezug auf herkömmliche Maßstäbe in besonderer Weise von den Schranken des industriellen oder kommerziellen Kapitals frei machte. Zum zweiten wird sich zeigen, dass der allgemeine Einbruch der Aktienkurse am Neuen Markt nicht deshalb nur einsetzen musste, weil die dort gelisteten Unternehmen keinen Gewinn erwirtschaften konnten. Vielmehr konnte der Einbruch mit der Erfahrung über tatsächliche Gewinne der innovativen Unternehmen korrespondieren.

1. Herkömmliche Bewertungsmaßstäbe

Der Vorwurf des *Spiegels* und der *FAZ*, die Akteure des Neuen Marktes hätten bisher übliche Bewertungsmaßstäbe ignoriert, ist im Allgemeinen nicht richtig.[472] Die veröffentlichten Überlegungen der Akteure bzw. der wissenschaftlichen Literatur zeigen vielmehr, dass sie überwiegend nur modifizierend auf die üblichen Maßstäbe eingegangen sind. Die Barwertmodelle und die Kurs-Gewinn-Kennzahlen konnten ihrer Meinung nach nicht einfach auf die innovativen Unternehmen übertragen werden und wurden daher mit zusätzlichen Gesichtspunkten ausgestattet.

In den klassischen Barwertmodellen werden die erwarteten Einnahmen kapitalisiert bzw. auf einen Gegenwartswert abgezinst. Diese Modelle unterscheiden sich im ersten Schritt allein an der Bezugsgröße der Einnahmen. Da potentielle Dividenden auch für das Wachstum des Unternehmens verwendet werden könnten,

[472] Siehe z.B. Spiegel, 03.04.2000, S. 35 und FAZ, 03.04.2000, S. 35.

seien ausbleibende Dividenden kein Abtrag für die Unternehmenswertsteigerung, so die Überlegung der Finanzmarktakteure.[473] Zwar kommen den Aktionären keine dauerhaften Einnahmen zu, aber die Aktienwertsteigerung wird von den Finanzmarktakteuren als Kompensation gesehen.

Daher werden in den Barwertmodellen in der Regel auch keine erwarteten Dividenden, sondern Gewinngrößen des jeweiligen Unternehmens als Bezugsgröße gewählt. Hier wiederum stören die Möglichkeiten durch Abschreibungstechniken die Gewinngrößen zu verzerren. Aus dem Zweck heraus, die Aktien der Unternehmen nicht nur für sich, sondern vergleichend mit anderen Aktien zu bewerten, hat sich daher der so genannte Cash-Flow als Bezugsgröße durchgesetzt. Der Cash-Flow ist die Differenz aller Einzahlungen von den Auszahlungen einer Periode. Bilanzwirksame, aber liquiditätsunwirksame Vorgänge werden also in der Berechnung des Cash-Flows ignoriert.[474] Die erwartete Bezugsgröße wird mit dem Kalkulationszinssatz, der sich aus einem relativ sicheren Vergleichszinssatz und einer Risiko- bzw. Liquiditätsprämie zusammensetzt, diskontiert.[475] Dies ist der Inhalt der so genannten Discounted-Cash-Flow-Bewertung (DFC).

Die mathematische Komplexität mancher Bewertungsmodelle und die Bezeichnung derselben als „Fundamentalanalyse“ sollten nicht darüber hinwegtäuschen, dass die zugrunde gelegten Bezugsgrößen des Unternehmens geschätzte, zukünftige Größen sind. Sowohl der Zins als auch die zukünftigen Einnahmen oder Zahlungsströme des Unternehmens unterliegen dabei den

---

[473] „Während im Neuen Markt die durchschnittliche Dividendenrendite in den Jahren 1997 bis 1999 bei 0,2% liegt, ist diese in den traditionellen Segmenten wesentlich höher: Zwischen 1985 und 1999 wurde im Schnitt mit einer Dividendenrendite von 2,6% geplant.“ Wolfgang Blättchen, Warum Sie überhaupt an die Börse gehen sollen – die Sicht des externen Beraters, in: Gerrit Volk (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgard 2000, S. 20. „Junge Unternehmen, die sich noch in der Verlustzone befinden und aufgrund ihrer hohen Investitionsvolumen Cash benötigen, verfügen weder über ausschüttbare Gewinne noch über die finanziellen Mittel, um Dividendenzahlungen darstellen zu können. Auf der anderen Seite ist in den USA bereits ein Trend erkennbar, daß die Unternehmen immer mehr von hohen Ausschüttungen abkommen: In den letzten Jahren haben 80% aller in den USA gelisteten Unternehmen von einer Dividendenausschüttung gänzlich abgesehen.“ Hans-Dieter Klein/Markus Krämling/Claudia Andreas, IPO-Bewertung von Wachstumsunternehmen – Empirie, konzeptionelle Systematisierung und Entscheidungshilfe, in: Gerrit Volk (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgart 2000, S. 240.

[474] Für die hier nicht relevanten Differenzierungen von „Operativer Cash-Flow“, „Free Cash-Flow“ und „Cash-Flow an Eigenkapitalgeber“ siehe Ann Kristin Achleiter/Eva Nathusius, Venture Valuation – Berwertung von Wachstumsunternehmen. Stuttgart 2004, S. 30f.

[475] Die Komplexität der Rechenmodelle ergibt sich aus weiteren Versuchen, die Risikoprämie, etwa durch das Capital Asset Pricing Model (CAPM), zu bestimmen. Siehe Markus Rudolf/Peter Witt, Bewertung von Wachstumsunternehmen – Traditionelle und innovative Methoden im Vergleich. Wiesbaden 2002, S. 76ff.

anarchischen Konkurrenzanstrengungen der Unternehmen. Der Name „Fundamentalanalyse“ verdankt sich der Bemühung, aus den vergangenen und gegenwärtigen Informationen über das Unternehmen und dem Kapitalmarkt, die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Entwicklungen abzuleiten.

Dasselbe ist bei denjenigen Kennziffern der Fall, die keinen „fairen“ Marktwert einer Aktie errechnen wollen, sondern nur vergleichend zu anderen Wertpapieren eine Über- oder Unterbewertung aufzeigen sollen. Dies sind die so genannten Multiplikatorenmodelle.[476] Verbreitet in der Praxis ist hier das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) bzw. die Price-Earnings- Ratio.[477] Der geschätzte Gewinn des nächsten Jahres oder auch der nächsten drei Jahre pro Aktie wird hier durch den aktuellen Kurswert der Aktie geteilt. Für jedes Unternehmen kann so eine einfache Kennziffer errechnet werden, deren Vergleich eine relative Unter- oder Überwertung augenscheinlich machen soll. Eine Über- oder Unterbewertung aller Aktien lässt sich damit allerdings nicht zeigen, da die gegebenen Kurswerte als Größe in die Rechnung einfließen.[478] Auch der Vergleich mit vergangenen Perioden am Aktienmarkt zeigt so nicht, ob die heutigen Aktien insgesamt überbewertet wären oder die vergangenen Aktien unterbewertet waren. Der einfache Vergleich der gewonnenen Kennzahlen zweier Unternehmen, zeigt bei Abweichung nicht, welches Unternehmen „fair“ bewertet und welches über- oder unterbewertet ist.[479]

2. Modifizierte Bewertungsverfahren

Da sowohl die Barwertberechnungen als auch die Multiplikatorenmodelle zwar zukünftige Ertragsgrößen einfließen lassen, diese aber aus gegenwärtigen oder vergangenen Daten der Unternehmen abzuleiten versuchen, ergibt sich für die Bewertung innovativer Unternehmen ein zentrales Problem:

> „Für diese jungen und innovativen Unternehmen verlieren die traditionellen Bewertungsverfahren mehr und mehr an Bedeutung, da sie nicht in der Lage sind, den Wert dieser Unternehmen richtig zu erfassen. In den Vordergrund tritt die Bewertung der Innovationskraft sowie des zukünftigen Wachstumspotential

[476] Siehe Rolf Beike/Andre Köttner/Johannes Schlütz, Neuer Markt und Nasdaq. Stuttgart 2000, S. 47ff.
[477] Siehe Nicholas Molodovsky, A Theorie of Price-Earnings Ratios, in: Financial Analysts Journal, January-February 1995, S. 29-42.
[478] Siehe Beike/Köttner/ Schlütz, Neuer Markt und Nasdaq, S. 48.
[479] Altvaters Schluss beruht also auf einer falschen Prämisse: „Nur ‚irrationaler Überschwang’ kann das Kurs-Gewinn-Verhältnis - einen *untrüglichen* (Hervorhebung von H.K.) Börsenindikator – missachten.“ Elmar Altvater, Wenn die Titanen streiten und stürzen, in: Freitag, 4.10.2002.

als das Charakteristische der hier betrachteten Unternehmen. Nur – wie kann man zukünftiges Potential oder Innovationskraft fassen?“[480]

Die vergangenen Gewinne der innovativen Unternehmen sind gering, wenn überhaupt vorhanden.[481] Der Gang an die Börse soll ja erst das Kapital beschaffen mit dem aus der innovativen Idee ein marktergreifendes überdurchschnittliches Wachstum generiert werden könnte. Während die herkömmlichen Bewertungen mit den vergangenen Daten des Unternehmens noch das wirkliche Marktgeschehen des Unternehmens in derivater Form einfließen lassen, stehen die Analysten der innovativen Unternehmen vor dem Drangsal, eine Potenz bewerten zu wollen, die auch in derivater Form keine oder kaum eine objektive Anbindung an das gegenwärtige Marktgeschehen besitzt. Der Unterschied, der hier zu den herkömmlichen Bewertungsverfahren angestrebt wurde, liegt aber nicht in dem Urteil von Wiskemann und Schäfers, dass „insbesondere die zukünftigen Ertragserwartungen (..) die Grundlage für die Unternehmensbewertung am Neuen Markt“ bilden würden.[482] Dies hatten die Unternehmen des Neuen Marktes mit der Bewertung jeder anderen Aktie gemeinsam. Der Unterschied liegt erstens darin, welche gegenwärtigen Indizien für zukünftige Gewinne in die Bewertung hineinfließen sollten. Zweitens sollte in der Bewertung berücksichtigt werden, dass die Wachstumsraten der innovativen Unternehmen nicht konstant verlaufen würden.

In der Bewertungspraxis wurden zum einem modifizierte Barwertmodelle, vor allem der DCF-Bewertungen vorgeschlagen, die in der Praxis auch verbreitet waren.[483] Die herkömmliche Form der DCF-Bewertung sollte nicht übernommen werden, weil die Wachstumsunternehmen nicht konstant wachsen würden, sondern zunächst einen negativen Cash-Flow aufweisen, dann in eine Phase des überdurchschnittlichen Wachstums übergehen und schließlich in eine Phase eintreten würden, in der das Wachstum sich normalisiert. In einer modifizierten Variante werden die Phasen jeweils für sich berechnet und anschließend zu einem Barwert

[480] Klein/Krämling/Andreas, IPO-Bewertung, S. 231.
[481] „Im Börsenjahr 1999 hatten von den Neuemissionen am Neuen Markt knapp 40% im Geschäftsjahr vor Börseneinführung kein positives Ergebnis erzielt.“ Reto Francioni/Thomas Gutschlag, Der Neue Markt, in: Gerrit Volk (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgard 2000, S. 36.
[482] Stefan Wiskemann/Björn Schäfers, ricardo.de AG – Mit Internet-Auktionen an den Neuen Markt, in: Gerrit Volk (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgart 2000, S. 195.
[483] Achleiter/Nathusius, Venture Valuation, S. 62 und Francioni/Gutschlag, Der Neue Markt, S. 36.

addiert.[484] In der zweiten Phase der Gewinnratensteigerungen geht dabei die Wachstumsrate mindernd auf den Kalkulationszinsfuß ein.

In dieser Überlegung ist freilich unterstellt, dass es sich bei dem zu bewertenden Unternehmen um ein Wachstumsunternehmen handelt. Die „Innovationskraft“ wird also nicht qualitativ erfasst, sondern unterstellt. Von den Annahmen, wie sich die „Innovationskraft“ realisieren wird, hängt die Höhe der Bewertung in diesem Modell im besonderen Maße ab. Rudolf und Witt nehmen in einem Beispiel verschiedene Szenarien von Wachstumspfaden in einem Unternehmen an.[485] In der einen Variante wird angenommen, dass das Unternehmen nach zwei Jahren zum ersten Mal einen Gewinn von einer halben Million Euro ausschütten würde. Diese Summe, so wird weiter angenommen, steigert sich jährlich um 60%, wobei angenommen wird, dass nach 12 Jahren keine weitere Steigerung des Gewinns aufgrund des Wettbewerbes oder einer behördlichen Regulierung möglich ist. Bei einem Kalkulationszinsfuß von 15%, in dem bereits das Risiko und die Fungibilität eingerechnet sind, ergibt sich nach dem Modell eine gegenwärtige Bewertung des Unternehmens von 191 Millionen Euro. Im Vergleich dazu nehmen sie an, dass der erste Gewinn erst ein Jahr später eintritt, die zwölfjährige Wachstumsrate bei jeweils 30% und der Kalkulationszinsfuß bei 17% liegt. Nach dem Bewertungsmodell ergibt sich daraus nur noch eine Bewertung des Unternehmens von 14 Millionen Euro. Sie kommen daher zu dem Schluss: „Sowohl die hohen Bewertungen im März 2000 wie auch die Desillusion bis zum Spätsommer 2001 liegen im Rahmen der traditionellen Bewertungsmodelle.“[486]

Sarah Müller teilt diese Einschätzung nicht:

> „Es zeigt sich, dass keines der klassischen und auch keines der speziell für junge Unternehmen entwickelten Preisbildungsmodelle zu einer befriedigenden Erklärung der tatsächlichen Preisbildung geeignet ist.“[487]

Allerdings beruht ihre Argumentation darauf, dass die modifizierten DCF-Verfahren und die Multiplikatorenmodelle aufgrund der notwendig subjektiven Annahmen „eine objektive Überprüfung auch kaum möglich machen.“[488] Damit bestätigt sie also entgegen ihrer Intention die Aussage von Rudolf und Witt, dass mit ihnen der

[484] Siehe Rudolf/Witt, Bewertung von Wachstumsunternehmen, S. 67-70 und 80-83ff.
[485] Ebd., S. 81-83.
[486] Ebd., S. 11.
[487] Sarah Müller, Die Bewertung junger Unternehmen und Behavioral Finance. Köln 2003, S. 91.
[488] Ebd., S. 85.

Verlauf gerechtfertigt werden kann.

Die große Spanne der möglichen Bewertung hängt im Modell von den Annahmen ab, wie sich der zukünftige Cash-Flow entwickeln würde, was wiederum auf der Beurteilung der Innovationskraft beruht. Dies wurde als Unsicherheit an diesem Modell durchaus problematisiert:

> „Betrachtet man die bei den Barwertmodellen gemachten Annahmen (künftige Gewinne bzw. Cash-Flows, Zinssätze und Risikoprämien werden Jahre im Voraus geschätzt) wird klar, wie schwierig es ist, den fairen Kurs einer Aktie mit Hilfe von Barwertmodellen zu bestimmen. Ausnahmslos jede der genannten Größen ist mit Unsicherheiten behaftet.“[489]

Auffällig an dieser kritischen Sichtweise auf das Modell ist die Affirmation der prinzipiellen Rationalität desselben. Das Modell wird aufgrund seiner unmöglichen Prämissen nicht verworfen, sondern der Umgang damit als „schwierig“ besprochen. Achleiter und Nathusius teilen diese Form der Kritik bei gleichzeitiger Affirmation, wenn sie die Prognose des zukünftigen Cash-Flows als „schwer“ bezeichnen. Für sie liegt der Vorteil des Modells denn auch darin,

> „(…) dass unabhängig von der Güte des Bewertungsergebnisses die Parteien gezwungen werden, eine genaue Analyse des Unternehmens vorzunehmen und umfangreiche Unternehmensplanungen aufzustellen, wodurch sich bereits ein qualitativer Mehrwert ergibt.“[490]

Eine erstaunliche Wendung im Zweck der Unternehmensbewertung. Sollte diese zunächst den gegenwärtigen Wert eines Rechtstitels auf zukünftige Gewinnanteile bestimmen, dient sie nun dazu, sich genau (was immer das dann bedeuten mag) mit dem gegenwärtigen Zustand eines Unternehmens auseinanderzusetzen.

Da kein oder kaum ein Gewinn bzw. positiver Cash-Flow vorhanden war, wurde versucht mit anderen gegenwärtigen Merkmalen des Unternehmens auf die zukünftige Generierung von Gewinn bzw. Cash-Flow zu schließen. Diese alternativen Bezugsgrößen wurden als „Werttreiber“ bezeichnet und sind sowohl in den modifizierten DCF-Bewertungen als auch Multiplikatorenmodellen eingeflossen. Anstelle der fehlenden Gewinne oder des fehlenden positiven Cash-Flows wurde das Umsatzwachstum herangezogen, aber auch Kunden und Anzahl bzw. Zeitdauer der Besuche auf einer Webpage.[491] Diese Versuche, die Schätzung zukünftiger

[489] Beike/Köttner/ Schlütz, Neuer Markt und Nasdaq, S. 47.
[490] Achleiter/Nathusius, Venture Valuation, S. 62.
[491] „Doch aufgrund der vergleichsweise jungen Unternehmensgeschichte und der Tatsache, dass mit

Wachstumsraten durch eine Anbindung an die Gegenwart nicht völlig der Willkür anheim zu stellen, verlagert allerdings nur das Problem auf eine andere Frage: Ist überhaupt ein Zusammenhang zwischen den Kennzahlen und finanziellen Erfolgsmaßen auszumachen und wenn ja, wie eng oder weit ist dieser Zusammenhang?[492] Schließlich haben auch Analysten bemerkt, dass Unternehmen sich berechnend auf ihre alternativen Werttreiber beziehen:

> „Die Vorstände junger Wachstumsunternehmen haben die Bedeutung des Umsatzes für die Unternehmensbewertung längst erkannt. Sie versuchen mit allen Mitteln, möglichst hohe Quartalsumsätze in ihren Geschäftsberichten auszuweisen. Besonders aggressiv gehen dabei Internet-Unternehmen vor.“[493]

Indem die Unternehmen wechselseitige unmittelbare Tauschgeschäfte von Werbeflächen, die Bezahlung derselben durch Aktien des anderen Unternehmens oder die Einlösung von Gutscheinen als Umsätze verbuchen, haben sie sich der Praxis des Neuen Marktes angepasst, jedwede Geschäftstätigkeit als einen Faktor für überdurchschnittliches, zukünftiges Wachstum zu behandeln.

Mit diesen Ersatzkennzahlen für wirklichen Gewinn wurden als zweite verbreitete Bewertungsmethode modifizierte Multiplikatorenberechnungen angestellt. Die eigene Marktkapitalisierung oder die vergleichbarer Unternehmen wurde ins Verhältnis gesetzt zu Umsatz, Kunden oder Besucher der Webpages.

Da in diesen modifizierten Modellen wie bei den herkömmlichen Multiplikatorenmodellen gegenwärtige Marktpreise als Bestimmungsmoment des anvisierten „richtigen“ Marktpreises eingehen, ist eine Über- oder Untertreibung nicht festzuhalten.

> „Die ausschließliche Anwendung branchenspezifischer Bewertungskennzahlen kann dazu führen, dass interessierte Investoren eine Über- oder Unterbewertung einer ganzen Branche im Vergleich zu anderen Branchen nicht mehr feststellen. Das Gefühl für absolute Bewertungsniveaus geht verloren, weil die Bewertenden ohne Vergleiche mit Unternehmen aus anderen Branchen nicht beurteilen können, welcher konkrete Kennzahlenwert nun hoch, niedrig oder durchschnittlich ist. (…) Ob (...) ein äquivalenter Wert von 3000 Euro pro

---

ricardo.de das erste Online-Aktionshaus an den Neuen Markt gegangen ist, erwiesen sich herkömmliche Analyse- und Bewertungsmethoden als unangemessen, so z.B. eine Bewertung mit vergleichbaren Unternehmen oder eine Cash-Flow-Bewertung. Als entscheidende strategische Kriterien für die künftige Positionierung und Ergebnisentwicklung wurden deshalb Umsatzwachstum, Anzahl der registrierten Mitglieder und Marktanteile identifiziert.“ Wiskemann/Schäfers, ricardo.de AG, S. 195.

[492] „In vielen Fällen bestehen gar keine direkten Zusammenhänge zwischen den Kennzahlen und finanziellen Erfolgsmaßen.“ Rudolf/Witt, Bewertung von Wachstumsunternehmen, S. 199.

[493] Beike/Köttner/ Schlütz, Neuer Markt und Nasdaq, S. 59.

„Unique Visitor' auf einer Homepage viel oder wenig ist, kann nicht ohne weiteres branchenübergreifend beurteilt werden."[494]

Wiederum werden aber diese Modelle kritisch gewürdigt. Als Ergänzung zu anderen Verfahren sollen diese hilfreich sein und wiederum den Vorteil haben, dass der Investor gezwungen ist, sich genau mit den zu bewertenden Unternehmen auseinanderzusetzen.[495]

Gemeinsam haben sowohl die modifizierten Barwert- als auch die Multiplikatorenmodelle, dass sie die Innovationskraft nicht erfassen, sondern unterstellen. Die Annahmen über die Wirkung dieser Kraft in Form von zukünftigem Wachstum, lassen dabei hohe Interpretationsspielräume zu und wirken sich in hohen möglichen Bewertungsspannen aus:

„Given the inherent lack of price history and limited accounting information, the opinion about the firms's prospects might range from ‚this is the next Microsoft' to 'this dog will not see its second birthday'."[496]

3. Kursverfall bei Gewinn

Die vorangegangenen Überlegungen behaupten nicht, dass alle Investoren am Neuen Markt sich nach diesen neuen Bewertungsmodellen gerichtet hätten. Gerade die Hinweise der Literatur, dass der „Wert" der modifizierten Bewertungsmodelle darin liege, dass ein Investor sich sehr genau mit den Unternehmensdaten auseinandersetzen müsste, legen nahe, dass ein intuitives Spekulationsverhalten nicht nur bei den Kleinanlegern seinen Raum hatte. In der öffentlichen Diskussion über die Kurserfolge am Neuen Markt haben die Bewertungsverfahren aber als Argument zur möglichen Rechtfertigung der Kursentwicklung gedient.[497] Die Abwesenheit von Gewinnen wurde als notwendiges Kennzeichnen von Wachstumsunternehmen

---

[494] Rudolf/Witt, Bewertung von Wachstumsunternehmen, S. 198f.
[495] Siehe Ebd., S. 199 und Beike/Köttner/ Schlütz, Neuer Markt und Nasdaq, S. 61f.
[496] Giancarlo Giudici/Peter Roosenboom, The Long-Term Performance of Initial Public Offerings, in: Giancarlo Giudici/Peter Roosenboom, The rise and fall of Europe`s new stock markets. Amsterdam 2004, S. 330.
[497] Dass Bewertungen ihr Maß nicht in der logischen Stringenz, sondern in der Akzeptanz der Investoren haben, legt auch folgendes Beispiel nahe: „Um zu veranschaulichen, was dies in der Praxis bedeutet, soll die Wertfindung für die Aktie der Deutsche Telekom AG als Beispiel dienen (…): Die Analysten der Deutsche Morgan Grenfall benutzten für die Ermittlung einer Preisspanne in diesem Fall eine Reihe von Methoden und gelangten damit zu Preisen für die Aktie zwischen DM 0 und 62. Mit einer derartigen Spanne lässt sich naturgemäß keine Emission praktisch durchführen. Die Analysten standen daher vor der Aufgabe festzustellen, welche Bewertungsmethoden für ein Unternehmen wie die Deutsche Telekom AG angemessen sind und von den Anlegern akzeptiert werden würde." Gerhard Killat, Bewertung und Preisfindung bei Neuemissionen, in: Gerrit Volk (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgart 2000, S. 224f.

identifiziert und dort, wo Gewinne schon erzielt wurden, sollten diese für sich kein Indiz für die Bewertung liefern, da auf die noch ausstehenden überdurchschnittlichen Steigerungsraten spekuliert werden sollte.

Die untersuchten Printmedien behaupten, dass sich die Irrationalität der Anleger daran zeige, dass herkömmliche Bewertungsverfahren ignoriert wurden. Damit verorten sie den Grund der Krise im Börsenboom, allerdings als einen, der durch bessere Einsicht der Anleger vermeidbar gewesen wäre. Indem sie die prinzipielle Rationalität der Bewertungsverfahren unterstellen, wird zugleich dem Anlegerverhalten an herkömmlichen Börsensegmenten ein gewisses Maß an Seriosität zugesprochen. Dagegen kann festgehalten werden, dass die enorme Kursentwicklung am Neuen Markt sich gerade auf diese Rationalität gestützt hat.

Folgen die Investoren dieser Bewertungslogik, tritt eine rapide Kurskorrektur nach unten nicht erst bei drohender Insolvenz ein. Keine Gewinne zu machen wurde ja zuvor explizit als Spekulationsgrundlage anerkannt und eine neue Eigenkapitalzuführung zum Zwecke des endgültigen Durchbruchs hätte im Rahmen des Möglichen gelegen. Korrekturen in der Erwartung von Umsätzen und der Kundenentwicklung lassen sich dabei ebenfalls noch durch höher gesetzte Erwartungen an die entsprechende Korrelation von Kunden oder Umsätze zu zukünftigen Gewinnen kompensieren. Sobald aber in einer Branche, z.B. durch den ausgemachten Marktführer in den USA, wirkliche Gewinne erzielt werden und diese eine Konstanz aufweisen, wird den Akteuren an der Börse das wesentliche Moment ihrer Spekulation genommen: Die hohe Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der Unternehmen. Die Argumente, nach denen herkömmliche Bewertungsmaßstäbe nur in modifizierter Form auf diese Unternehmen anzuwenden seien, verlieren ihre Plausibilität. Wenn daher Analysten wie Medien Anfang 2000 anfingen, zunehmend die Bewertung der „Wachstumswerte“ am Neuen Markt wieder mit herkömmlichen Aktien zu vergleichen, war der Anfang vom Ende der Kurserfolge eingeleitet.

Insofern die innovativen Unternehmen aufgrund der Erfahrung nur noch durchschnittliches Wachstum versprachen, stellte sich zumindest innerhalb der deutschen Börsenkultur die Frage, warum ein Investor in einem bloß mittelständischen Unternehmen engagiert bleiben sollte.

Allerdings soll mit dieser Reflexion auf den Zusammenhang von Gewinn und

Kursverfall keineswegs behauptet werden, dass hier der Grund der Krise gefunden sei. Moldenhauers Einschätzung, dass „(…) ein unterdurchschnittliches Wachstum zu einer krisenbehafteten Situation für die Unternehmen (…)“ führte kann ebenso plausibel sein, wie die Einschätzung, dass im Frühjahr 2000 „(...) ein Diskurs über die Frage eingetreten (ist; H.K.), wie lange es sich Wachstumsunternehmen leisten können, auf die Realisation von Gewinnen zu verzichten.“[498] Gemäß dem Anspruch der Anleger an die Unternehmen, dass sie überdurchschnittliches Wachstum zeitigen sollten, versagten diese sowohl wenn die Meinung vorhanden war, dass sie niemals einen Gewinn erwirtschaften werden oder sie unterdurchschnittliche Wachstumszahlen oder konstanten durchschnittlichen Gewinn zeitigten.

[498] Siehe Ralf Moldenhauer, Krisenbewältigung in der New Economy – Sanierungsansätze und Handlungsempfehlungen für Gründungs- und Wachstumsunternehmen. Wiesbaden 2004, S. 184 und Rudolf/ Witt, Bewertung von Wachstumsunternehmen, S.259.

XIII. Kapitel – Die Leistung und die Instabilität des fiktiven Kapitals

Die Untersuchung des Neuen Marktes in seinem Funktionieren und seinem Niedergang hat Ergebnisse hervorgebracht, die sich auf die in der Einleitung vorgestellten allgemeinen wissenschaftlichen Fragen zum Thema Finanzmarkt übertragen lassen.[499] In diesem abschließenden Kapitel wird den folgenden Fragen in Reflexion auf die wissenschaftliche Literatur und auf den Neuen Markt nachgegangen: Worin besteht die besondere Leistung des Finanzmarktes für das industrielle und kommerzielle Kapital? Wann ist er förderlich und wann instabil? Wobei diese Frage in der Wissenschaft häufig übersetzt wird in den Selbstbezug der Spekulation, d.h.: Wann ist die Spekulation stabilisierend, wann destabilisierend? Im Schlussteil wird dann anhand der Ergebnisse dieses Kapitels und der vergangenen Kapitel eine neue Krisenerklärung des Neuen Marktes präsentiert.

1. Die Emanzipation des Finanzmarktes von seiner Grundlage

1.1. Die Leistung des Finanzmarktes für das industrielle und kommerzielle Kapital

Der Neue Markt demonstrierte die besondere Leistung des Finanzmarktes für das industrielle und kommerzielle Kapital. Für die Expansion sind „(…) Unternehmen (..) nicht auf die Generierung interner Gewinne angewiesen (…)“.[500] Ohne abwarten zu müssen, dass der Markt die schon produzierten Waren gewinnbringend aufnehmen kann und der Gewinn sukzessive diejenige Größe erreicht, welche eine Expansion erlaubt, können die Unternehmen mit den Finanzmitteln des Finanzmarktes erweitert produzieren oder handeln. Diese allgemeine Leistung drückt sich am Neuen Markt in der Besonderheit aus, dass hier die Unternehmen überwiegend erst mit Hilfe des Finanzmarktes geschaffen wurden.

Die Leistung des Finanzmarktes besteht aber nicht nur darin, Kapital, das seine Größe zur Expansion noch nicht erreicht hat, dort zu bündeln, wo es angewandt werden kann. Er erschließt für die Unternehmen Geldquellen, die vom

[499] Mit der Bezeichnung Finanzmarkt sollen im Folgenden sowohl die Kreditmärkte, als auch die Kapitalmärkte, wie Börsen umfasst werden, seien sie institutionell verankert oder als nicht organisierter Handel (over the counter) abgewickelt. Siehe die Übersicht bei Hans E. Büschgen, Bankbetriebslehre. Berlin 1990, S. 84.
[500] Manfred Jäger, Finanzmarktstrukturen im Wandel. Köln 2006, S. 16.

Konjunkturverlauf der Akkumulation des gesellschaftlichen Kapitals relativ oder vollständig unabhängig sind. Alles vorübergehend brachliegende Geld der Gesellschaft wird über den Finanzmarkt den Unternehmen zugänglich gemacht. Damit befreien sie die Unternehmen von der Schranke derjenigen Gelder, welche sie jeweils selbst, aber auch als Konkurrenten schon verdient haben. Am Neuen Markt zeigte sich diese Leistung durch die neuen Anlegerschichten, die mit Hilfe eines sich entwickelnden Fondswesens für die Gründung neuer Unternehmen erschlossen wurden.

Indem aber auch das Geld der Jugend über Girokonten oder das der auf Rente sparenden Lohnarbeiter über Pensionsfonds den Unternehmen zur Verfügung steht, ergibt sich eine neue gesellschaftliche Schranke. Dieses Geld musste durch wirtschaftliche Tätigkeit bereits verdient worden sein und ist in dieser Hinsicht zumindest relativ abhängig von der gesellschaftlichen Akkumulation. Die besondere Leistungsfähigkeit des Finanzmarktes besteht nun darin, dass auch diese gesellschaftliche Schranke überwunden wird, indem Zahlungsfähigkeit geschöpft wird. Indem Rechtstitel auf zukünftige Zahlungsströme, sei es in der Form eines klassischen Leihgeschäfts oder in Form von Kapitalmarktprodukten wie die Aktie, selbst durch die Interaktion des Finanzmarktes einen Wert zugesprochen bekommen, verdoppelt sich der Reichtum der Gesellschaft.[501]

Mit dem fiktiven Kapital gelingt es dem Finanzmarkt die für das einzelne Unternehmen relevante Umkehrung, nach der nicht der Gewinn das Mittel zur Expansion, sondern die Expansion das Mittel für größeren Gewinn ist, für die gesamte Volkswirtschaft zu realisieren. Die Leistung des Finanzmarktes geht also nicht nur in der „intertemporalen Allokation von Kaufkraft“ auf. Wenn Jäger die Funktion des Finanzmarktes darin findet, dass ein „Marktteilnehmer (..) heute auf Zahlungsmittel“ verzichtet, während ein „anderer (..) in der Zukunft zurück“ zahlt, dann übersieht er die besondere Leistung des fiktiven Kapitals über die bestehende Kaufkraft der gesamten Gesellschaft hinauszugehen.[502]

---

[501] Zum Giralgeld bemerkt die Deutsche Bundesbank: „Der Geldschöpfungsprozess erscheint damit wie Zauberei: Die Banken schöpfen anscheinend selbst Geld, ohne die Deutsche Bundesbank nötig zu haben.“ Deutsche Bundesbank, Geld und Geldpolitik, 2007, S. 62.

[502] Jäger, Finanzmarktstrukturen, S. 13. Diese Kritik gilt auch für Lähn, der das Finanzsystem „(…) als komplexes Geflecht von Institutionen, Märkten und Verträgen, dessen zentrale Aufgabe die Kanalisierung überschüssiger Finanzmittel einer Volkswirtschaft zu den lukrativsten Investitionsmöglichkeiten ist (…)“ definiert. Marcel Vincent Lähn, Hedge Fonds, Banken und Finanzkrise. Wiesbaden 2004, S. 35.

Diese Leistung demonstrierte der Neue Markt insbesondere durch die Verwendung der Aktien als Übernahmewährung. Rechtstitel auf zukünftige, variable Zahlungsströme dienten aufgrund der Bewertung an der Börse den Unternehmen für ihre Expansionszwecke.[503] Deutlich wird diese Leistung auch dort, wo die untersuchten Printmedien darauf aufmerksam machten, dass gut bewertete Aktien die Kreditwürdigkeit verbürgten, was den Anlegern ermöglichte mit neuem Kredit wiederum in Aktien zu investieren.[504]

1.2. Das fiktive Kapital als Reichtumsquelle

Subjektiv hat kein Kreditgeber oder Investor das Interesse ein Unternehmen in seinem Zweck zu befördern oder gar abstrakt „Beschäftigung" zu schaffen. Wie jedes Konkurrenzsubjekt wollen sie, ob als Privat- oder juristische Personen, einen eigenen Vorteil in Hinsicht auf den abstrakten Reichtum erzielen. In der Volkswirtschaftslehre ist dies auch unbestritten, wenngleich hernach über die wechselseitigen Abhängigkeiten aller Kontrahenten auf eine „letztendliche" Harmonie der wirtschaftlichen Prozesse geschlossen wird.[505]

Der Anreiz für die Investoren im entwickelten Finanzsystem besteht nun nicht nur in den versprochenen zukünftigen Zahlungsströmen, sondern in dem

> „(…) Ziel profitablen Wiederverkaufs nach einem erwarteten Anstieg der Kurse. Bewertungsdifferenzen können ihrerseits bewertet und zur Basis neuer Finanzmarktinstrumente (Derivate) gemacht werden. Neben dem primären, produktiven Verwertungsprozess entsteht so ein sekundärer, spekulativer Verwertungsprozess, der sich weiter reflexiv vervielfältigt."[506]

---

[503] „Während einer Boomphase entsteht eine Unternehmenskultur, in der Unternehmensanteile die wichtigste ‚Währung im Königreich' waren." Stefan Kühl, Profit als Mythos – Über den Erfolg und Misserfolg im Exit-Kapitalismus, in: Paul Windolf (Hrsg.), Finanzmarkt-Kapitalismus – Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005, S. 136.

[504] Auch der Sachverständigenrat ging von dieser allgemeinen Praxis aus und erklärte sich darüber das Auseinanderfallen von schwachem Konsumwachstum und kräftigen Wachstum von Konsumentenkrediten. Siehe Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Zwanzig Punkte für Beschäftigung und Wachstum - Jahresgutachten 2002/2003. Stuttgart 2002, S. 112.

[505] Siehe für viele den ersten Volkswirtschaftslehrer Adam Smith, An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. London 1955, S. 194. Da hier der Gegenstand das Verhältnis von Finanzmarkt und Unternehmen ist, soll auf den ideologischen Gehalt dieses Urteils, bezogen auf alle Kontrahenten der bürgerlichen Gesellschaft, nicht weiter eingegangen werden. Als Indiz mag Horkheimers Hinweis dienen, dass in der kapitalistischen Ökonomie der „Hunger allein (…) keinen Anlaß zur Herstellung von Konsumgütern" bietet. Max Horkheimer, Die Juden und Europa. Paris 1939, S. 2.

[506] Christoph Deutschmann, Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrisen, in: Paul Windolf (Hrsg.), Finanzmarkt-Kapitalismus – Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005, S. 63.

Die oben besprochene Leistung des Finanzmarktes für das industrielle und kommerzielle Kapital hängt davon ab, dass über das fiktive Kapital zugleich Bereicherungsquellen für die Geldgeber entstehen.

Wie zuvor dargelegt, war die überdurchschnittliche Renditeerwartung über die Kapitalisierung der Rechtsansprüche auf zukünftigen Reichtum, der Grund oder zumindest die Bedingung für das allgemeine Engagement der Anleger, Banken und Wagniskapitalgeber am Neuen Markt.[507] Durch die kreative Weiterentwicklung der Bewertungsmaßstäbe für das fiktive Kapital demonstrierte der Neue Markt die Abhängigkeit der Förderung von Unternehmen durch die Emanzipation von ihnen in besondere Weise. Schon in der herkömmlichen Bewertung von Schuldforderungen oder anderen Rechtstiteln auf zukünftig geschaffenen Reichtum emanzipiert sich die Finanzwelt von den gesellschaftlichen Schranken, wie z.B. die Länge des Arbeitstages oder die Lohnhöhe, welchen das industrielle oder kommerzielle Kapital unterliegen. Insofern sich die Finanzwelt aber am gegenwärtigen Geschäftsverlauf der Unternehmen orientiert, um die zukünftigen Zahlungsströme zu antizipieren, hat sie sich noch nicht vollständig emanzipiert. Diese Schranke wurde in der Praxis am Neuen Markt für zumindest drei Jahre überwunden mit der Idee zukünftige Zahlungsströme zu antizipieren, für die gegenwärtig keine Indizien vorlagen.

1.3. Fiktives Kapital setzt fiktives Kapital

Beide besprochenen Funktionen des fiktiven Kapitals, sowohl die Leistung für das industrielle und kommerzielle Kapital als auch der Dienst als neue Reichtumsquelle, werden potenziert durch die Eigenschaft des fiktiven Kapitals eine Grundlage für weiteres fiktives Kapital zu sein.[508]

Am Neuen Markt zeigte sich dies schillernd in der schlichten Bewegung, nach der steigende Börsenkurse als Anreiz zur Investition dienen, was die Kurse weiter in

---

[507] Siehe das Kapitel „Schranken der Finanzierung und der Durchbruch am Neuen Markt“, S. 234ff.

[508] „Mit der Entwicklung des zinstragenden Kapitals und des Kreditsystems scheint sich alles Kapital zu verdoppeln und stellenweis zu verdreifachen durch die verschiedne Weise, worin dasselbe Kapital oder auch nur dieselbe Schuldforderung in verschiednen Händen unter verschiednen Formen erscheint. Der größte Teil dieses ‚Geldkapitals’ ist rein fiktiv. Die sämtlichen Depositen, mit Ausnahme des Reservefonds, sind nichts als Guthaben an den Bankier, die aber nie im Depositum existieren. Soweit sie zum Girogeschäft dienen, fungieren sie als Kapital für die Bankiers, nachdem diese sie ausgeliehen haben. Sie zahlen sich untereinander die wechselseitigen Anweisungen auf die nichtexistierenden Depositen durch Abrechnung dieser Guthaben gegeneinander.“ Karl Marx, Das Kapital - Kritik der Politischen Ökonomie, Dritter Band, Buch III, Der Gesamtprozeß der kapitalistischen Produktion, in: Marx-Engels-Werke (MEW) Bd. 25, herausgegeben vom Institut für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED, Berlin 1964, S. 488f.

die Höhe treibt. Vermittelt findet sich eine ähnliche Bewegung, wenn Unternehmen mit Aktien andere Unternehmen aufkaufen und diese Expansion als Grund für eine höhere Bewertung genommen wird.

Kühl weist auf einen dem Risikokapital prinzipiell eigentümlichen Zirkel hin:

> „Grund für diesen beachtlichen Anteil an Risikokapital war, dass mit dem Börsengang der Firma Netscape eine Risikokapitalspirale an den Finanzmärkten in Gang kam. Grob gesprochen funktioniert eine Risikokapitalspirale wie folgt. Über die Möglichkeit zum Börsengang (IPO) entstehen verbesserte Exit-Möglichkeiten für Business Angels, Risikokapitalgeber und Unternehmensgründer. Dies erhöht die Lukrativität, in einem sehr frühen Stadium in ein Unternehmen zu investieren, da man mit einer hohen Rendite auf seine Investitionen rechnen kann. Die gestiegene Renditeerwartung führt dazu, dass Investoren zunehmend bereit sind, in das Segment der Wachstumsunternehmen zu investieren. Selbst zu vorsichtigen Anlagestrategien angehaltene Institutionen wie Versicherungen, Banken und Pensionsfonds legen ihr Geld in dieser Phase einer Risikokapitalspirale zunehmend über Risikokapitalfonds in Wachstumsunternehmen an.“[509]

Eine günstige Stimmung an der Börse ist vorteilhaft für die vorbörslichen Wagniskapitalgeber, weil durch einen relativ hohen Emissionskurs ihre Rendite verbessert wird. Die Investoren an der Börse, welche mit ihren schon hohen Bewertungen erst die hohe Rendite der Wagniskapitalgeber realisieren, sehen nun in dem von ihnen selbst geschaffenen Resultat eine günstige Gelegenheit, um an der Börse an dem Wagniskapital-Geschäft Teil zu haben. Das Interesse an börsennotierten innovativen Unternehmen nimmt zu, was wiederum zu besseren Renditen in der Wagniskapital-Branche führt.

1.4. Zwischenfazit

Der von der Volkswirtschaftslehre und Wirtschaftspolitik gewünschte Dienst des Finanzmarktes an dem industriellen und kommerziellen Kapital, den das fiktive Kapital im historischen Rückblick unbestreitbar leistete, beruht auf dessen Emanzipation, sowohl von der Geldquelle als auch der Reichtumsquelle.

Insbesondere am Neuen Markt aber auch allgemein zeigt sich, dass das industrielle und kommerzielle Kapital vom Gelingen dieser Emanzipation abhängig sind. Für den Neuen Markt gilt dies in besonderer Weise, weil dort die Unternehmen kaum eigenständige Geldquellen hatten, eine gut laufende Konjunktur und vermehrte eigenständige Gewinne also keine Basis für eine relative Unabhängigkeit lieferten.

[509] Kühl, Profit als Mythos, S. 126f.

2. Stabilität und Instabilität der Finanzmärkte

Die am Dienst des Finanzmarktes interessierte Wissenschaft richtet ihren Blick auf die Frage, welche Bedingungen diesem Markt als Hindernisse in seiner freien Entfaltung entgegentreten. Eine entscheidende Bedingung ist dabei der Selbstbezug des Finanzmarktes. Faktisch wird wahrgenommen, dass er periodisch instabil wird und damit den gewünschten Dienst nicht nur nicht erfüllt, sondern negative Auswirkungen auf die Volkswirtschaft hat. Dieser Zusammenhang begründet einen eigenständigen Forschungszweig sowohl in den Finanzwissenschaften als auch in den soziologischen Arbeiten, welcher sich mit der Frage nach den Ursachen dieser Instabilitäten auseinandersetzt. Die Frage, wann der Finanzmarkt förderlich und wann er instabil ist, übersetzt sich in die Frage, wann die darauf stattfindenden Aktivitäten stabilisierend und wann sie destabilisierend sind.

In dieser engeren Fragestellung sind solche Untersuchungen ausgeschlossen, die sich mit der Eigendynamik des industriellen und kommerziellen Kapitals, z.B. in der Konjunkturtheorie, auseinandersetzen und von einem Übergang von Handels- oder Industriekrisen auf den Finanzmarkt sprechen.[510] Dagegen ist die Bewegung der geförderten Kapitalformen mittelbar in die obige Fragestellung eingeschlossen, wenn die Aktivitäten auf dem Finanzmarkt eine Akkumulation befördern, welche den Niedergang in sich trägt und damit wiederum auf die Finanzsphäre zurückschlägt. In den Überlegungen von Windolf, Deutschmann und Bischoff zu neueren Entwicklungen des Finanzkapitals spielt diese Weise der Wechselwirkung von Finanzmarkt und industrieller Akkumulation eine wichtige Rolle.[511] Auch im Finanzkrisenmodell von Minsky und Kindleberger ist der wechselseitige Anstoß zur Übertreibung ein wesentlicher Zwischenschritt zur Krise.[512]

In diesem Kapitel werden zunächst Theorien aus der Finanzwissenschaft und der Soziologie vorgestellt, welche sich mit der Instabilität auf Finanzmärkten beschäftigen, die aus ihrem reinen Selbstbezug resultieren. Allen gemeinsam ist die Suche nach demjenigen Punkt, an dem die Spekulation übertreibt, was im Folgenden

---

[510] Zur Einteilung von Krisen siehe Charles P. Kindleberger, Manien, Paniken, Crashs – Die Geschichte der Finanzkrisen der Welt. Kulmbach 2001, S. 37.

[511] Siehe Paul Windolf, Die neuen Eigentümer, in: Paul Windolf (Hrsg.), Finanzmarkt-Kapitalismus – Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005, S. 8-19; Deutschmann, Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 58-84 und Joachim Bischoff, Zukunft des Finanzmarkt-Kapitalismus – Strukturen, Widersprüche, Alternativen. Hamburg 2006.

[512] Siehe Kindleberger, Manien, S. 31.

als quantitativer Forschungsblick charakterisiert wird. Die Qualität der Vermögenstitel, auf die spekuliert wird, ist dabei überwiegend unterstellt, auch wenn diese widersprüchlich zugleich in Frage gestellt wird. Demgegenüber soll mit Marx ein Schritt zurück in die Qualität des fiktiven Kapitals vorgenommen werden, um von dort aus den Umschlag in die destruktive Natur desselben zu bestimmen. Die Diskussion entfernt sich im Grad der Abstraktion weiter vom Neuen Markt, wird aber abschließend zurückgeführt auf die Frage, was der Grund der Krise dieses besonderen Börsensegmentes war.

2.1. Theorie der Blasen und der Spekulation

Mit einer Blase werden diejenigen Kurssteigerungen bezeichnet, denen ein sicheres Fundament fehlt und die daher zum abrupten Einbruch neigen.

> „Unter einem ‚Bubble' versteht man die temporäre Abweichung von Preisen für Anlageobjekte – zumeist Aktien – von ihren fundamentalen Werten, wobei diese i.d.R. mit Hilfe von Dividendendiskontierungsmodellen bestimmt werden."[513]

Die Herausbildung von Börsenblasen wird überwiegend am spezifischen Investitionsverhalten oder an Investorengruppen festgemacht. Keynes trennt in diesem Zusammenhang das Anlegerverhalten nach „Unternehmungslust" als „Voraussage des voraussichtlichen Ergebnisses von Vermögensbeständen während ihrer ganzen Lebensdauer" und die „Spekulation" als „Voraussage der Marktpsychologie"[514] Wie auch bei Minsky und Kindleberger dient hier die beabsichtigte Gewinnquelle als Unterscheidungsmerkmal für Spekulationsgruppen.[515] Einmal soll über den Kauf von Aktien an den Dividenden verdient werden als „angemessene Verzinsung". Die zweite Gruppe dagegen will über Kursschwankungen im Zuge eines Kaufs und Verkaufs der Aktien verdienen.[516]

Aschinger hält diese strikte Trennung zu Recht für problematisch, da der Kauf und Verkauf von Vermögenstiteln an Gegengeschäfte gekoppelt ist.

---

[513] Christoph Bruns, Bubbles und Excess Volatility auf dem deutschen Aktienmarkt. Wiesbaden 1994, S. 2. Siehe auch Gerhard Aschinger, Börsenkrach und Spekulation – Eine ökonomische Analyse. München 1995, S. 118: „Spekulative Blasen werden durch Preise charakterisiert, die sich zunehmend von den Fundamentalwerten wegbewegen."

[514] John Maynard Keynes, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes. Berlin 1983, S. 133f.

[515] Siehe das Referat über das Finanzkrisenmodell von Minsky, welchem sich Kindleberger in diesem Punkt anschließt: Kindleberger, Manien, S. 47.

[516] Reine Arbitragegeschäfte, in denen Kursdifferenzen desselben Anlageobjektes zum selben Zeitpunkt und an verschiedenen Märkten ausgenutzt werden, sind in diesen Überlegungen also nicht Gegenstand.

> „Es ist deshalb nicht einzusehen, weshalb Wirtschaftssubjekte, die bei spekulativen Geschäften Gegenpositionen eingehen, als Nichtspekulanten bezeichnet werden sollen.“[517]

Dass die beiden Investitionsgruppen unabhängig voneinander ihr Geschäft betreiben, ist durch den Hinweis von Kindleberger auf die „angemessene Verzinsung“ ausgeschlossen. Mit diesem Ziel vergleichen die unternehmenslustigen Investoren fortlaufend alle Anlagemöglichkeiten, stoßen solche mit relativ niedriger Verzinsung zugunsten höherer Aussichten ab, wobei der Kaufpreis, also die schon vorhandene Bewertung, für den Grad der Verzinsung ebenso relevant ist wie die erwartete Dividende. Damit fallen die durchaus unterscheidbaren Investitionsziele nicht zusammen mit der Unterscheidung zwischen kurzfristigem und langfristigem Engagement, wie Keynes es nahe legt.[518] Während dieser den langfristig an Dividende interessierten Investoren ein über die Unternehmen informiertes Verhalten zuordnet, den an Kursdifferenzen interessierten Investoren dagegen eine selbstbezügliche Orientierung an der kurz- oder mittelfristigen Marktpsychologie, betonen spätere Autoren eine andere Distinktion. Nicht das Investitionsziel sei entscheidend, sondern der Grad an Reflexion über die verfügbaren Informationen hinsichtlich der Unternehmen.

So charakterisiert Baumol

> „(…) Spekulanten als Wirtschaftssubjekte, die über bessere Kenntnisse und Informationen als andere verfügen. Die Charakterisierung der Spekulanten und Nichtspekulanten bezieht sich dabei auf graduelle Unterschiede, z.B. zwischen bewußter und unbewußter Spekulation bzw. Berufs- und Amateurspekulation.“[519]

Die Absicht, auf Grundlage von Kursveränderungen eine Rendite zu erzielen, teilen beide Gruppen. Nur die Reflexion von Informationen bildet hier das Merkmal, welches auch bei anderen Autoren zu den Gruppen von Professionellen und Mitläufern führt. Erstere hätten dabei nur dann eine destabilisierende Wirkung auf die Kurse, wenn sie den „zukünftigen Preis des Spekulationsobjektes“ nicht „richtig antizipieren können“.[520] Überwiegend werden die uninformierten Mitläufer zum

---

[517] Aschinger, Börsenkrach, S. 30.
[518] Siehe Keynes, Allgemeine Theorie, S. 130.
[519] Aschinger, Börsenkrach, S. 32. Aschinger bezieht sich hier auf William J. Baumol, Speculation, Profitability, ad Stability, in: Review of Economics and Statistics, Vol. 39, 1957, S. 264: „For the relevant dichotomy may not be between pure speculators and pure non-speculators, but rather it may involve conscious vs. unconscious speculators, or even pure speculators vs. those whose market behavior is not primarily influenced by speculative considerations.”
[520] Siehe das Referat zur Debatte über stabilisierende und destabilisierende Spekulation bei Lähn,

Grund der Blasenbildung gemacht. Je höher ihr Anteil, desto instabiler sei der Vermögenstitelmarkt.

Den Unterscheidungen wird nicht einfach ein duales „rationales“ versus „irrationales“ Investitionsverhalten zugeschrieben. Bereits Keynes behauptete, dass eine auf langfristige Erwartungen beruhende Investition „so schwierig ist, daß sie kaum durchführbar ist“ und dies als „unvermeidliches Ergebnis“ moderner Investitionsmärkte.[521] Ähnlich argumentiert auch Lähn:

> „Wenn auch das Verhalten der Gruppe als Ganzes bei Vorliegen einer Herdensituation als Irrationalität zu bezeichnen ist, da nicht alle verfügbaren Informationen den Entscheidungsprozess eingeflossen sind, so dass das Marktergebnis ohne Vorliegen von Herdenverhalten auf Basis unabhängiger Einzelentscheidungen aller Wirtschaftssubjekte bei Kenntnis der aggregierten Informationen anders ausgefallen wäre, impliziert diese Irrationalität der Gruppe nicht die Irrationalität der Entscheidung aller einzelnen Wirtschaftssubjekte. Begründen lässt sich diese individuelle Rationalität der einzelnen Individuen durch Bildung einer Informationskaskade, in deren Gefolge die Informationen des Einzelnen als zu schwach gegenüber dem Markt eingeschätzt werden, so dass es für jedes Wirtschaftssubjekt rational ist, der Masse unter Nichtbeachtung der eigenen Informationen zu folgen.“[522]

Ab einem gewissen Grad überwiegen die uninformierten Investoren, und ein auf Fundamentalwerte gerichtetes Investitionsverhalten wird relativ zur Orientierung an der Stimmung als nachteilig eingeschätzt. Allgemein wird dies als irrational bezeichnet, das Handeln des Einzelnen dagegen rational oder in „einem Sinne gerechtfertigt.“[523]

Natürlich könnten „rationale“ Investoren sich auch von einem solchen Markt verabschieden, hingegen wird aber auch hier der Spekulation auf das „Kettenspiel“ eine Rationalität zugeschrieben.

> „Wenn jemand schnell genug ist, um rechtzeitig einzusteigen und vor den anderen auszusteigen, kann er wie die Insider Erfolg haben, obwohl die Gesamtheit scheitert. (…) Es ist rational, so lange mitzumachen, wie man weiß, dass man sich in einem frühem Stadium befindet, und solange man glaubt, die anderen dächten das Gleiche von sich.“[524]

2.2. Der Fundamentalwert

Alle bislang referierten Überlegungen zur Erklärung des destabilisierenden Selbstbezugs der Spekulation unterstellen den Fundamentalwert als stabile

---

Hedge Fonds, S. 30.
[521] Keynes, Allgemeine Theorie, S. 132 und 134.
[522] Lähn, Hedge Fonds, S. 25f.
[523] Keynes, Allgemeine Theorie, S. 130.
[524] Siehe Kindleberger, Manien, S. 51f.

Bezugsgröße. Zugleich wird auf die Schwierigkeit und sogar Unmöglichkeit hingewiesen, diese Größe zu bestimmen. Die daraus gezogenen Konsequenzen sind dabei disparat, was an drei Beispielen gezeigt werden soll.

Dass Lähn professionelle „Spekulanten als Marktteilnehmer“ begrüßt, liegt an ihrer liquiditätssteigernden Wirkung und an seiner Begründung, warum sie nur ausnahmsweise destabilisierend wirken würden.[525] Die zugrunde liegende Argumentation beruht auf der Annahme, dass sie „über erhöhte Fähigkeiten verfügen, den zukünftigen Preis des Spekulationsobjektes richtig“ zu antizipieren. In diesem Zusammenhang macht Lähn folgende Anmerkung:

> „Dabei sei an dieser Stelle nochmals auf das auf Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Preisentwicklung zurückführende Risiko der Spekulation hingewiesen, so dass unvollkommene Voraussicht der Marktteilnehmer zur notwendigen Voraussetzung der Spekulation avanciert.“[526]

Lähn begründet die Unsicherheit nicht weiter, sondern zitiert sie als bekannt heran. Seine Überlegungen beruhen auf der Idee einer sicheren, weil mit Wissen untermauerten, Spekulation und zugleich betont er im Vorbeigehen, dass dies selbstverständlich in der Praxis nicht möglich ist. Dieser Widerspruch wird bei ihm nicht weiter verhandelt. Scheinbar will Lähn die Wissenschaftlichkeit seiner abschließenden Parteinahme für die professionelle Spekulation durch die bloße Demonstration seines Differenzierungsvermögens untermauern, um mit diesem „Kredit“ hernach den Widerspruch einfach ignorieren zu können.

Molodovsky führt in seinem Aufsatz, in dem er das Kurs-Gewinn-Verhältnis als Bewertungsmaßstab für Aktien herausarbeitet, in einer ausführlichen Aufzählung von möglichen Ereignissen und wirtschaftlichen Grundlagen aus, warum die praktische Bewertung von Aktien über die zukünftigen Dividenden und dem zugrunde liegenden Vergleichszins eine unmöglich zu erfüllende Aufgabe ist. Den Grund dafür verortet er in den Konkurrenzbemühungen der Unternehmen und zusätzlich in dem wechselhaften politischen Einfluss auf diese. Daraus zieht er folgende Konsequenz:

> „The theoretical content of the true investment value of a stock cannot change; it must always be determined by future dividends and interest rates. But the economic and financial realities behind the immutable conceptual facade can alter considerably. It is impossible to satisfy in practice the theoretical requirements of the objective concept of investment value. Investors are left

[525] Das folgende Referat bezieht sich auf Lähn, Hedge Fonds, S. 26-32.
[526] Ebd., S. 27f.

> very much on their own. They must find a way of substituting for a mathematically perfect but quite unattainable ideal an operational concept that would be practical and working."[527]

Theoretisch sei das Konzept des Fundamentalwertes eines Vermögenstitels richtig. Praktisch könne aber kein Investor den Anforderungen dieser objektiven Bewertung nachkommen. Daher bräuchte es ein (Ersatz-)Verfahren zur Bewertung von Vermögenstiteln, das vereinfachend dem Ideal nahe kommt, welches Molodovsky im Kurs-Gewinn-Verhältnis gefunden haben will. Im strengen Sinne ist dies aber keine logische Konsequenz, sondern Ausdruck des praktischen Vorhabens, am Widerspruch „sichere Spekulation" weiterzuarbeiten.[528]

Was Molodovsky als Not des Praktikers ausdrückt, wird bei Windolf analytisch als notwendige Bestimmung der Finanzmärkte selbst festgehalten. Weil diese „in den meisten Fällen die zukünftigen Wirkungsketten gegenwärtiger Ereignisse nicht mit zureichender Genauigkeit abschätzen" könnten und es keinen Mechanismus gäbe, „der diese Unsicherheiten in Risiko transformieren könnte", seien die Finanzmärkte auf Surrogate angewiesen.[529] Im Unterschied zu Molodovsky schlägt Windolf keine alternativen Bewertungsverfahren vor, sondern hält fest, dass die Finanzmarktakteure aufgrund des widersprüchlichen Vorhabens notwendigerweise auf den Selbstbezug verfallen und Erwartungs-Erwartungen an die Stelle der Idee eines Fundamentalwerts treten müssten.[530] Damit

> „(…) kann auch die relative Autonomie und die Entkopplung der Finanzmärkte von der ‚Real'-Ökonomie erklärt werden. Die zyklisch wiederkehrende ‚Über'-Bewertung bzw. ‚Unter'-Bewertung des Aktienmarktes ist keine irrationale Reaktion (die man durch eine rationale ersetzen könnte), sondern derartige Verschiebungen ergeben sich aus der internen Dynamik des ‚looking-glass'-Effektes. Der Markt verstärkt permanent seine eigenen Erwartungen – in der einen oder in der anderen Richtung."[531]

Als Fazit der obigen Diskussion ist festzuhalten, dass die Unterscheidung nach der antizipierten Gewinnquelle in einem organisierten Kapitalmarkt wie der Börse

---

[527] Nicholas Molodovsky, A Theorie of Price-Earnings Ratios, in: Financial Analysts Journal, January-February 1995, S. 32.
[528] Zur Kritik des Kurs-Gewinn-Verhältnisses als Indikator für den „richtigen" Aktienwert siehe das Kapitel „Die Bewertung der Wachstumsunternehmen", S. 247.
[529] Paul Windolf, Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in: Paul Windolf (Hrsg.), Finanzmarkt-Kapitalismus – Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005, S. 28f.
[530] Ebd., S. 31.
[531] Ebd., S. 31.

keinen Unterschied hinsichtlich des Kauf- und Verkaufsverhaltens von Vermögenstiteln begründet. Die andere Unterscheidung nach Investoren, welche gegenwärtige wirtschaftliche Daten analysieren und solchen, welche sich nur an den Mitinvestoren orientieren, stellt sich nach den Überlegungen zum Thema „Fundamentalwert“ hinsichtlich deren positiver oder negativen Wirkung auf die Kursstabilität ebenso als zweifelhaft heraus. Daher scheinen folgende Urteile plausibel zu sein: Jedwede Spekulation ist irrational oder aber jedwede Spekulation ist rational relativ zu einem irrationalen Ausgangspunkt.

Die Unterscheidung von „informierter“ Spekulation und „unwissenden Mitläufern“ hat keine Grundlage in einer objektiven Wertgröße der Vermögenstitel. Die Stabilität und Instabilität der Kapitalmärkte scheinen vielmehr darin begründet zu sein, auf welche Bewertungsmethoden, auf welche zu berücksichtigenden Informationen und auf welche Interpretationsweise der Informationen sich die Investoren einigen können oder nicht. Gibt es in diesen drei Hinsichten keine relative Einigung, führt dies zur Volatilität. Daran zeigt sich, dass die Akzeptanz in der Sphäre der Vermögenstitelbewertung eine besondere Stellung hat.

Die Theorien aus der Finanzwissenschaft zur richtigen Bewertung von Vermögenstiteln sind in diesem Lichte mehr als Ideenvorschläge zu betrachten, deren graduelle Plausibilität den Praktikern wenigstens phasenweise eine Kohärenzrichtlinie verschafft, entlang derer sie spekulieren können.

Wenn Windolf die prinzipielle Unfähigkeit der Finanzmärkte die Unsicherheit in Risiko zu transformieren festhält und daher mit Marx die Kapitalisierung von Vermögenstiteln als „fiktives Kapital“ bezeichnet, trifft er allerdings damit nicht den entscheidenden Punkt, welcher Marx an der Beschäftigung mit dem Kredit aufgefallen ist.[532] Während Windolf die Konsistenz der quantitativen Berechnung der Vermögenstitel in Frage stellt, bezeichnet Marx bereits die Qualität des Vorhabens, einen Rechtstitel auf zukünftige Zahlungsströme als Vermögen zu behandeln, als „fiktiv“.

2.3. Akzeptanz, Vertrauen und Misstrauen als Momente des fiktiven Kapitals

Marx untersucht im 29. Kapitel des dritten Bandes des „Kapitals“ die „Bestandteile des Bankkapitals“ und stellt dabei fest, dass die Banken bemüht sind, das

[532] Ebd., S. 28.

brachliegende Geld der Gesellschaft auf sich zu ziehen, um es zugleich bei sich zu minimieren, indem sie es verleihen oder in Wertpapiere investieren. Die Schuldtitel und Wertpapiere fungieren in der Bankbilanz als ihr Kapital. Bevor Marx wie Windolf auf die eigentümliche quantitative Bewegung der Bewertungsgrößen solcher Papiere kommt, hält er die Fiktivität der Werthaltigkeit an sich fest:

> „Aber dies Kapital existiert nicht doppelt, einmal als Kapitalwert der Eigentumstitel, der Aktien, und das andre Mal als das in jenen Unternehmungen wirklich angelegte oder anzulegenden Kapital. Es existiert nur in jener letztern Form, und die Aktie ist nichts als ein Eigentumstitel, pro rata, auf den durch jenes zu realisierenden Mehrwert.“[533]

Als Kapital bezeichnet Marx ein Wertquantum, sei es Geld, seien es Waren, das sich durch einen Prozess erhält und vermehrt. Hinsichtlich der Praxis, Eigentumstitel auf zukünftige Zahlungsströme zu kapitalisieren, also auf eine zugrunde liegende Stammsumme hochzurechnen, verweist er darauf, dass dies ein fiktiver Akt ist, da die ursprüngliche Geldsumme an ein Unternehmen weggegeben wurde und dort ihre weitere Bestimmung erhält. Die Wertsumme kann dann nicht zugleich bei dem Halter des Eigentumstitels sein, dennoch verfährt die finanzkapitalistische Praxis in diesem verdrehten Sinne.

Dieser scheinbar banale Schluss enthält einige Vorüberlegungen und Schlüsse, welche die moderne Volkswirtschaftslehre hinter sich gelassen hat. Diese sollen im folgenden Exkurs skizziert werden, nicht mit dem Anspruch auf Vollständigkeit, aber um kenntlich zu machen, dass hier nicht zwei Modelle nebeneinander, sondern Erklärungen zum selben Gegenstand in Konkurrenz zueinander stehen.

So hat Marx nicht die grundlegenden Probleme eines jeden Wirtschaftens im überhistorischen Sinne zum Gegenstand, sondern beschäftigt sich mit der Frage, wie die Vermehrung des abstrakten Reichtums in den kapitalistischen Gesellschaften zu erklären ist. Dabei ist ihm die Unterscheidung wichtig, zwischen einem Zugewinn an abstrakten Reichtum bei einer Privatperson über den Austausch, welche über einen Verlust bei einer anderen Privatperson zu erklären ist und dem Zugewinn an abstraktem Reichtum, welcher über gesellschaftlich neu geschaffenen Reichtum zu bestimmen ist.[534]

---

[533] Marx, Kapital Bd. 3. MEW 25, S. 484f.

[534] „Positiver Profit bedeutet für niemanden einen Verlust; er entspringt aus einer Vermehrung der Arbeit, Industrie oder Geschicklichkeit und hat den Effekt, den gesellschaftlichen Reichtum zu vermehren oder anzuschwellen… Relativer Profit bedeutet für irgend jemanden einen Verlust; er zeigt ein Schwanken im Gleichgewicht des Reichtums zwischen den Beteiligten an, schließt aber keinen

Vor der Beschäftigung mit der Vermehrung des abstrakten Reichtums verfolgt Marx allerdings die Frage, was der abstrakte Reichtum überhaupt ist und wie er geschaffen wird, denn eine Vermehrung unterstellt zunächst die Existenz dessen, was sich vermehrt. Abstrakter Reichtum wird nicht in eins gesetzt mit vielen nützlichen Dingen, sondern als Zugriffsmacht auf den gesellschaftlichen stofflichen Reichtum bestimmt.[535] Von dieser Bestimmung aus wird deutlich, warum der Tausch oder Eigentumswechsel keine Vermehrung des abstrakten Reichtums hervorbringen kann. Die Aktivierung der Potenz, auf jeden möglichen stofflichen Reichtum der Gesellschaft zuzugreifen, kann die Potenz selber gesellschaftlich nicht vermehren.

Daher kann der bloße Handel keinen gesellschaftlichen Mehrwert hervorbringen, so dass das Handelskapital im strengen Sinne nur über eine Umverteilung von schon geschaffenem Reichtum daran partizipieren kann. Ebenso wenig kann die bloße zeitweilige oder völlige Übertragung von (Geld-)Eigentum aus sich selbst heraus den gesellschaftlichen Mehrwert beeinflussen, wenn auch die Benutzung des Geldes bei dem Kreditnehmer oder der Aktiengesellschaft eine Vermehrung einleiten kann. Nicht nur an diesen beiden Beispielen zeigt sich, dass die Prämisse des Äquivalententausches notwendig für die Erklärung des kapitalistischen Reichtums ist und zugleich tatsächlich nur die Ausnahme darstellen kann.

Mit diesen Überlegungen will Marx keineswegs die Berechtigung des Zinses oder der Dividende bestreiten, wie die Volkswirtschaftslehre dies marxistischen Wirtschaftstheoretikern vorwirft. Nach ihr leugnen diese

---

Zuwachs zum Gesamtfonds ein (…).“ Marx zitiert hier James Steuert, Principles of Political Economy, dessen Unterscheidung er teilt, dessen Erklärung der positiven Vermehrung dagegen nicht. Siehe Karl Marx, Theorien über den Mehrwert Teil 1, in: MEW 26.1, herausgegeben vom Institut für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED. Berlin 1965, S. 7.

[535] „Jedenfalls steht auf dem Warenmarkt nur Warenbesitzer dem Warenbesitzer gegenüber, und die Macht, die diese Personen über einander ausüben, ist nur die *Macht* ihrer Waren.“ Karl Marx, Das Kapital - Kritik der Politischen Ökonomie, Erster Band, Buch I, Der Produktionsprozeß des Kapitals, in: MEW 23, herausgegeben vom Institut für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED, Berlin 1989, S. 174. „Das Geld ist aber selbst Ware, ein äußerlich Ding, das Privateigentum eines jeden werden kann. Die gesellschaftliche *Macht* wird so zur Privat*macht* der Privatperson.“ Marx, Kapital Bd. 1. MEW 23, S. 146. Die Volkswirtschaftslehre sieht dagegen im Tausch und im Geld *Hilfs*mittel zur Lösung eines „volkswirtschaftlichen Koordinationsproblems“. Umso erstaunlicher ist, wenn auch ein Monetarist die gesellschaftliche Qualität des Geldes ausnahmsweise beim Namen nennt: Geld ist „(…) eine Verfügungs*gewalt* über den aktuellen Output.“ Wolfgang Gey, Globalisierung und Marktrisiko in der monetären Theorie. Regensburg 2006, S. 69. (Alle kursiven Hervorhebungen von H.K.) Zur Volkswirtschaftslehre siehe Wilhelm Henrichsmeyer/Oskar Gans/Ingo Evers, Einführung in die Volkswirtschaftslehre. Stuttgart 1991, S. 22ff.

„(…) die Bedeutung des Kapitals als eigenständigen Produktionsfaktor und die daraus ableitbare Berechtigung für die Zahlung von Kapitaleinkommen (Zins).“[536]

Im Gegenteil hat Marx aber an vielen Stellen deutlich gemacht, dass die Einbildung eines Rechtfertigungstitels für Einkommensquellen nicht erklärt, aus welcher Substanz diese Einkommen geschöpft werden. Weder behauptet er einen direkten Zusammenhang zwischen der individuellen Leistung der Arbeiter und dem Lohn, noch den von Management und Profit. Auch wenn er dem bloßen Besitz vom Boden keine reichtumssteigernde Wirkung zuschreibt, will er damit keine moralische Frage über die Berechtigung der Bodenrente beantworten.[537]

Der Volkswirtschaftslehre dagegen geht es genau um diesen Nachweis der Berechtigung, wenn sie Profit und Zins als Entlohnung für den „vorübergehenden Verzicht auf Konsumgüter“ darstellt.[538] Dagegen hat Marx zu Recht polemisiert, denn Verzicht ist das gerade Gegenteil von Vermehren: Der Kapitalist

„(…) katechisiert. Man soll seine Abstinenz bedenken. Er konnte seine 15 sh. verprassen. Statt dessen hat er sie produktiv konsumiert und Garn daraus gemacht. Aber dafür ist er jetzt im Besitz von Garn statt von Gewissensbissen. Er muß beileibe nicht in die Rolle des Schatzbildners zurückfallen, der uns zeigte, was bei der Asketik herauskommt. Außerdem, wo nichts ist, hat unser Kaiser sein Recht verloren. Welches immer das Verdienst seiner Entsagung, es ist nichts da, um sie extra zu zahlen (…).“[539]

Objektiv ist eine Aktie kein Kapital im Sinne einer Stammsumme, die zurückkehrt und sich vermehrt hat. Abgesehen von einer Unternehmensauflösung, ist das Geld bei der Emission der Aktien unwiederbringlich an das Unternehmen geflossen. Nur die Tatsache, dass andere Investoren bereit sind den Rechtstitel auf zukünftige Zahlungsströme zu erwerben, macht für den Aktienbesitzer sein Engagement *subjektiv* zu einer Kapitalbewegung. Er hat sein Geld dem Unternehmen gegeben, ggf. Dividenden erhalten und erhält im Weiterverkauf der Aktie eine Stammsumme zurück, welche freilich aufgrund der eigentümlichen Bewertung von der ursprünglichen Summe abweicht. *Gesamtgesellschaftlich* hat sich der Wert dadurch aber nicht verdoppelt, an die Stelle des ersten Aktieninhabers ist nun der zweite

[536] Ebd., S. 182.
[537] Marx hat die Sozialdemokratie in Deutschland explizit für die Verwandlung der theoretischen Frage nach dem Reichtum der kapitalistischen Gesellschaft und der daraus erklärbaren prekären Lage der Arbeiterklasse in eine Frage nach Anrecht auf den gesellschaftlichen Reichtum kritisiert. Siehe Karl Marx, Randglossen zum Programm der deutschen Arbeiterpartei, in: MEW 19, herausgegeben vom Institut für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED. Berlin 1962, S. 15ff.
[538] Henrichsmeyer u.a., Einführung in die Volkswirtschaftslehre, S. 182.
[539] Marx, Kapital Bd. 1. MEW 23, S. 206.

getreten, der keineswegs Kapital besitzt, sondern nur einen Rechtstitel auf zukünftige Zahlungsströme. Nur durch den ständig praktizierten Kauf und Verkauf von Vermögenstiteln bestätigt sich für alle Investoren der Schein, sie hätten ihr Geld nicht weggegeben, sondern es in Kapital verwandelt.

Auf dieser Grundlage wiederum bildet sich die Akzeptanz untereinander aus, Rechtstitel auf zukünftige Zahlungsströme wie Geld zu behandeln. Das Vertrauen darauf, diese jederzeit verkaufen zu können, ersetzt das wirkliche Geld als Zwischenschritt. Obwohl das fiktive Kapital auf der Reichtumsvermehrung jenseits des Finanzsektors beruht, gelingt es diesem im Selbstbezug die Unwahrheit, dass Schuldforderungen und Anweisungen auf zukünftigen Reichtum dasselbe wie gesellschaftliche Zugriffsmacht seien, wahr zu machen. Darauf beruht, wie im vorherigen Kapitel dargestellt, die besondere Leistungsfähigkeit des Finanzmarktes für die kapitalistische Gesellschaft.

Auf dieser entwickelten Ebene des Finanzsystems hat das Vertrauen, welchem der Kredit seinem Namen verdankt, eine weitere Bedeutung. Nicht nur den Kreditnehmern gegenüber spielt es eine Rolle, sondern insbesondere gegenüber der Investorengemeinschaft, d.h. das Vertrauen in die anderen Akteure, Rechtstitel auf zukünftige Zahlungsströme als Wert zu behandeln. Wenn Vertrauen die Basis ist, dann sind Gründe für Misstrauen unterstellt. Auch hier wiederum nicht nur der anarchischen Konkurrenz der Kreditnehmer und Aktiengesellschaften gegenüber, welche die Zahlungsströme liefern sollen, sondern gegenüber den eigenen Mitinvestoren. Das Kaufinteresse an den Rechtstiteln muss ständig vorhanden sein, das Misstrauen besteht gegenüber einer graduellen oder sogar absoluten Suspension dieses Interesses. Das Verkaufsinteresse darf spiegelbildlich einen bestimmten Grad nicht überschreiten. Das fiktive Kapital muss insgesamt fiktiv bleiben. Eine realisierte Schuldforderung oder Anweisung auf zukünftige Zahlungsströme muss entweder in den Vermögensmarkt reinvestiert werden. Oder aber der vollständige Vollzug des *subjektiven* Kapitalkreislaufs durch Verkauf der Rechtstitel auf zukünftige Zahlungsströme darf nur in dem Maße geschehen, wie andere Investoren den Platz einnehmen. Für das fiktive Kapital gilt, dass der sich fortlaufend steigernde (fiktive) Privatreichtum nur als Nebenprodukt für konsumtive Zwecke verwendet werden darf, sein gesellschaftlicher Zweck ist dies nicht.[540]

[540] Von diesem Ergebnis her möge man auch die Idee untersuchen mittels des Finanzmarktes die

Verstärkt wird dieses selbstbezügliche Misstrauen durch dieselben Ketten, welche das Vertrauen stärken:

> „Kritisch wird die Aktienbaisse vor allem dann, wenn in großer Zahl Anleger illiquide oder überschuldet werden, die in Erwartung steigender Kurse Kredite aufgenommen haben. Massierung solcher Insolvenzen kann sich über Kettenreaktionen zu einer allgemeinen Finanzkrise ausweiten.“[541]

Während zunächst mit der kreditfinanzierten Aktieninvestition die Kurse in die Höhe getrieben werden und damit zu weiterer Investition anregen, ist damit zugleich der sich selbst verstärkende Abwärtstrend vorbestimmt, sollte diese Geldquelle dafür nicht mehr ausreichen. Flachen die Kurssteigerungen ab oder stagnieren, setzt der umgekehrte Weg ein. Den Anlegern werden die Refinanzierungsmöglichkeiten bei der Bank genommen oder sie werden verschlechtert, so dass Aktien verkauft werden müssen, was die Kurse senkt und die Aktien als Basis der Kreditwürdigkeit verschlechtert, was wiederum die Refinanzierungsmöglichkeiten einschränkt.[542] Ähnliche Ketten sind im Fondswesen und bei Banken verankert. Fonds sind darauf angewiesen, dass die Anleger ihre Fondsanteile nicht realisieren wollen bzw. nur in einem Maße, wie neue Anleger die Aussteiger ersetzen. Ist dies nicht der Fall, müssen die Fonds Aktien verkaufen, um die Fondsaussteiger ausbezahlen zu können. Je nach Umfang, drückt dies die Aktienwerte, was wiederum die Performance verschlechtert und Fondsanteilshaber bewegt, auszusteigen. Banken wiederum sind darauf angewiesen, dass die Kontoinhaber ihr Geld nicht überdurchschnittlich

---

Altersrente zu sichern. Das bisherige Umlagenverfahren wird als nicht mehr effizient betrachtet, weil die aktuellen Einzahlungen der Beschäftigten für gegenwärtige Rentner nicht mehr reichen würden. Mit der kapitalgedeckten Rente, so die Idee, wird nicht nur Geld umverteilt, sondern das Geld vermehrt, so dass am Lebensabend eine höhere Rente möglich sei. Dass diese Dividende erst erwirtschaftet werden muss, ist die eine Seite. In diesem Zusammenhang sei auf die zweite Seite hingewiesen: Die kapitalgedeckte Rente hängt aufgrund des fiktiven Kapitals davon ab, dass der Kapitalstock selbst nicht für konsumtive Zwecke verwendet wird. Dies geht nur in einem Grad, in dem neue Einzahler in die Pensionfonds die aktiven Rentner ersetzen. Solange also durch Rationalisierungen immer mehr Arbeitskräfte überflüssig gemacht werden, die aktiv einzahlen können, trägt die kapitalgedeckte Rente den Widerspruch in sich, zunächst den Kapitalmarkt zu beleben, um nach einer gewissen Zeit eine Last für denselben zu werden. Mit dem Effekt eines ruinierten Lebensabends.

[541] Hans-Hagen Härtel, Effiziente Aktienmärkte, in: Wirtschaftsdienst, 9/1998, S. 502.

[542] „In Zeiten der Geldklemme werden diese Wertpapiere also doppelt im Preise fallen; erstens, weil der Zinsfuß steigt, und zweitens, weil sie massenhaft auf den Markt geworfen werden, um sie in Geld zu realisieren. Dieser Preisfall findet statt unabhängig davon, ob der Ertrag, den diese Papiere ihrem Besitzer sichern, konstant ist, wie bei den Staatseffekten, oder ob die Verwertung des wirklichen Kapitals, das sie repräsentieren, wie bei industriellen Unternehmungen, möglicherweise durch die Störung des Reproduktionsprozesses mit betroffen wird. Im letzteren Fall tritt nur zu der erwähnten Entwertung noch eine weitere hinzu.“ Marx, Kapital Bd. 3. MEW 25, S. 485f.

abrufen. Ist dies der Fall muss die Bank ihr Bankkapital in Form von Wertpapieren und Schuldforderungen in Geld realisieren, was wiederum den Kapitalwert des übrigen Bankkapitals tendenziell senkt. Dies wiederum steigert das Misstrauen in die Solvenz des Instituts, was weitere Kontoinhaber dazu bewegen kann, ihr Geld von der Bank abzuziehen. Überall, wo Reservepflichten bestehen, als Maßnahmen zur Vertrauensbildung, wenden sich diese im Falle der tatsächlichen Inanspruchnahme zu verstärkenden Instrumenten des Misstrauens in die Kreditwürdigkeit.[543] Die höhere Liquidität ist nur durch den Verkauf der Wertpapiere und Schuldforderungen zu beschaffen, was dazu führt, dass der Kapitalwert der verbleibenden Vermögenstitel sinkt und eine höhere Reservehaltung notwendig macht.

Der Finanzsektor beruht darauf, Geld über einen sich selbst verstärkenden Prozess tendenziell überflüssig zu machen, indem das fiktive Kapital an dessen Stelle tritt.[544] Im Maße, wie das Vertrauen schwindet, tritt das Geld in einem sich selbst verstärkenden Prozess an die Stelle des fiktiven Kapitals und kann es nicht ersetzen.

Mit diesem Selbstbezug des fiktiven Kapitals wird das produktive Kapital, welches zunächst der Ausgangspunkt der Kapitalisierung war, herabgesetzt zum Material, welches dem Selbstbezug der Finanzmärkte Indizien zur Interpretation liefert. Die begriffslose Bezeichnung von Managemententscheidungen, Konjunkturdaten oder politischer Gesetzgebung als „Informationen“, „Indizien“ oder auch „Signalen“, die ausgesendet werden, sind im Zusammenhang mit den Finanzmärkten sachgerecht, weil eine eindeutige und direkte Wirkung nicht vorhanden ist. Die Ökonomie jenseits der Finanzsphäre liefert nur den „Stoff“ für die Entscheidungen an den Finanzmärkten über das dort verhandelte Vertrauen oder Misstrauen in die eigenen Finanzprodukte.

Das fiktive Kapital ist ein lebendiger Widerspruch: Nur durch die Emanzipation vom produktiven Kapital ist es der Hebel für die Förderung des kapitalistisch produzierten Reichtums. Zugleich ist dieser dann von der Stabilität des fiktiven

---

[543] Dazu stellt Lähn im Zusammenhang mit der LTMC-Hedge-Fonds-Krise 1998 fest: „Wichtig anzumerken in diesem Kontext ist, dass die eigentlich zur Stabilisierung der Märkte konzipierten Regelungen der Besicherung von Kontrakten ebenso wie Nettings-Arrangements und Margin-Calls wie auch weitere Risikomanagementbestandteile genau in der Krisenzeit der OTC-Derivatemärkte als Stabilisatoren schlichtweg versagten und die Dynamik der Destabilisierungstendenzen durch eine weitere Liquiditätsverknappung noch zusätzlich beschleunigten.“ Lähn, Hedge Fonds, S. 49. Freilich ist das Urteil „versagen“ nicht richtig. Vielmehr zeigt sich daran, dass eine Liquiditätsreserve im Finanzsektor nur dann ihren Dienst erfüllt, wenn sie dafür sorgt, dass sie nicht gebraucht wird.

[544] „Der Kredit, als ebenfalls gesellschaftliche Form des Reichtums, verdrängt das Geld und usurpiert seine Stelle.“ Marx, Kapital Bd. 3. MEW 25, S. 588.

Kapitals abhängig und erfährt seine periodische Dezimierung durch das Misstrauen der Finanzmärkte gegenüber ihrer eigenen Emanzipation.

3. Der Grund der Krise

Der Grund eines Börsencrashs oder einer Finanzmarktkrise liegt nach der ausgeführten Argumentation in denjenigen ökonomischen Momenten, welche Vertrauen als besondere Bestimmung dieser Märkte notwendig machen. Das allgemeine Misstrauen realisiert nur die Potenz, welche im Boom gelegt wird. Dieses Urteil ergibt sich aus der qualitativen Analyse desjenigen ökonomischen Stoffes, dem fiktiven Kapital, mit dem die Finanz- und Aktienmärkte befasst sind. Entlang der Ergebnisse aus den Kapiteln 9 bis 11, welche sich mit dem Neuen Markt im engeren Sinne auseinandergesetzt haben, soll dieses Urteil abschließend konkretisiert werden. Zunächst sind aber noch zwei Vorüberlegungen zu den Themen „Prognose" und „unmittelbarer Anlass der Krise" zu machen.

3.1. Prognose und Anlass der Krise

Lähn behauptet, dass eine

> „(…) Identifikation, Separation und Quantifizierung der tatsächlichen Gefahren für die Finanzmarktstabilität bislang allerdings ebenso schwer möglich (scheint; H.K.) wie die Vorhersage ihres (gemeint ist hier die Finanzkrise; H.K.) realen Eintretens."[545]

Dagegen ist einzuwenden, dass eine Identifikation und Separation der Gefahren durchaus zu leisten ist. Die Quantifizierung der Gefahren und Vorhersage des Eintretens ist dabei allerdings nicht nur schwer möglich, sondern unmöglich. Dass eine Theorie zu dem Ergebnis kommt, dass ihr Gegenstand keine quantitativen Aussagen und Prognosen zulässt, ist dabei nicht der Theorie anzulasten.[546]

Da das Misstrauen nur die Potenzen realisiert, die bereits im Boom gelegt werden, wäre es auch fehlerhaft, die parallel zum Umschwung stattfindenden finanzmarktrelevanten Ereignisse zum Grund der Krise zu erklären. Sie sind ein Anlass oder Auslöser, aber nicht der Grund. Dies wird von Kindleberger richtig

[545] Lähn, Hedge Fonds, S. 33f.

[546] Dies hält Lähn der Anreiz- und Informationsökonomik zur Last, welche in dieser Arbeit nicht verhandelt wird. Hier soll nur auf die Form des Vorwurfs hingewiesen werden: „Allerdings verbleiben selbst bei einem ausgefeilten theoretischen Modell wie dem vorgestellten Finanzkrisenansatz imperfekter Information Schwachstellen, die Anlass zu Kritik geben. So ist einerseits anzumerken, dass ein generelles Problem der Anreiz- und Informationsökonomik darin besteht, nur bedingt in der Lage zu sein, über qualitative Aussagen hinaus quantitative Ergebnisse zu produzieren." Ebd., S. 166.

festgehalten:

> „Der eigentliche Auslöser, der die Krise ins Rollen bringt, kann die Pleite einer überlasteten Bank oder eines Unternehmens sein, die Aufdeckung eines Schwindels oder einer Unterschlagung, die von jemanden begangen wurde, der die Notlage mit unlauteren Mitteln entkommen wollte, oder aber ein Verfall des Kurses des Hauptspekulationsobjektes, bei dem die Überbewertung zuerst bemerkt wird.“[547]

Eine zeitnahe Befragung von Investoren während des Börsencrashs von 19.10.1987 durch Shiller legt sogar nahe, dass kein relevantes Ereignis nötig ist, um einen Crash stattfinden zu lassen.[548]

Hinsichtlich des Neuen Marktes werden in den untersuchten Printmedien und der Literatur viele solcher Anlässe angegeben. Alleine für den einleitenden Crash im März 2000 finden sich die verschiedensten Erklärungen:

> „Doch eben so irrational wie der Börsenanstieg war auch der Absturz der vergangenen Woche – bei Cisco etwa um zwölf Prozent. Weder hatte ein Erdbeben das Silicon Valley eingeebnet, noch hatte Notenbankchef Alan Greenspan die Spekulanten mit einer unerwarteten Zinserhöhung geohrfeigt. Stattdessen haben ein paar einflussreiche Zeitungskommentatoren, Investmentbanker und Fondsmanager mit ein paar pointierten Beiträgen den Markt schlicht heruntergeredet.”[549]

Der *Spiegel* sieht keinen Anlass für den Börseneinsturz, der in der Verfassung der Unternehmen begründet wäre, sondern macht die gebündelten negativen Kommentare über die New Economy für den Kurseinbruch an der Nasdaq verantwortlich. Der Neue Markt folgte dann laut *Spiegel* unmittelbar der Nasdaq. Kühl hält dagegen u.a. eine politische Nachricht für den Wendepunkt.

> „Als Mitte März der US-Präsident Bill Clinton und der britische Premier Tony Blair verkündeten, dass das menschliche Genom nicht im Privatbesitz einzelner Firmen sei, verzeichnete der US-High-Tech-Aktienmarkt den zweitgrößten Tagesverlust seiner Geschichte.“[550]

Burghof und Hunger bieten wiederum das Eingeständnis einiger Unternehmen, ihre zuvor veröffentlichten Jahresaussichten nicht erfüllen zu können, als Auslöser der Krise an:

---

[547] Kindleberger, Manien, S. 34.
[548] Robert J. Shiller, Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash - Survey Evidence, in: Cowles Foundation Discussion Paper, No. 853. New Haven, Conneticut 1988, S. 3.
[549] Spiegel, 15/2000, S. 101.
[550] Kühl, Profit als Mythos, S. 135.

> „The crisis of the Neuer Markt began in early 2000, when several companies had to confess that they could not meet their earnings forecasts from the prospectuses and other publications."[551]

Weil die Ereignisse nicht den Grund der Krise ausmachen, fällt die Bestimmung der Ursache des Wendepunktes beliebig aus. Der *Spiegel* reißt den Börsencrash aus seinem allgemeinen Zusammenhang heraus und unterstellt eine Identität von Börsenverlauf und dem ihm zugrunde liegenden ökonomischen Aktivitäten der Unternehmen. Für ihn gibt es deshalb keinen rationalen Grund für den Kurseinbruch. Nur so kann er auf das Urteil kommen, der Börsencrash habe seine Ursache in einer Laune der Analysten und Journalisten. Die zitierten Autoren dagegen stellen parallel zum Börseneinsturz ökonomische und politische Ereignisse fest, die sie für relevant erklären und begründen darüber den Börsencrash im März 2000. Allzu leicht geraten dabei diese Anlässe zum Grund der Krise und schließen damit den weiteren Zusammenhang der Krise aus.[552]

3.2. Vertrauen und Misstrauen am Neuen Markt

Das Urteil dieser Arbeit, nach der diejenigen ökonomischen Momente, welche Vertrauen als besondere Bestimmung für Börsen und sonstige Finanzmärkte notwendig machen, zugleich das Misstrauen einschließen und damit eine Krise erklären, ist in Reflexion auf die Ergebnisse dieser Arbeit zum Neuen Markt folgendermaßen zu konkretisieren:

Das Vertrauen auf überdurchschnittliche Kursgewinne mit Hilfe von Unternehmen, welchen die Potenz für überdurchschnittliches betriebswirtschaftliches Wachstum zugesprochen wurde, attrahierte und schuf diejenigen Geldquellen, welche die überdurchschnittlichen Kursgewinne zur Realität werden ließen. Das Misstrauen in diesen Zusammenhang ließ die Kette in die entgegengesetzte Richtung wirken.

Für das Vertrauen war nach den Ergebnissen des 10. Kapitels zunächst ein falsches Bewusstsein notwendig. Die Börsenzulassung eines Unternehmens wurde zum Indikator für den Beweis, dass das Unternehmen nicht nur möglicherweise, sondern realiter ein innovatives Unternehmen sei, welches überdurchschnittliches

---

[551] Hans-Peter Burghof/Adrian Hunger, The Neuer Markt: An (overly) risky asset of Germany's financial system, in: Giancarlo Giudici/Peter Roosenboom, The rise and fall of Europe`s new stock markets. Amsterdam 2004, S. 312.

[552] In der so genannten Hypothekenkrise im Sommer 2007 sollten z.B. angeblich einige zahlungsunfähige Hausbauer gleich der Grund für eine *weltweite* Finanzkrise sein.

Gewinn- und Umsatzwachstum zeitigen würde. Die steigenden Kurse wurden dabei als Beweis genommen, dass die Innovation auch tatsachlich die überdurchschnittliche betriebswirtschaftliche Performance erzeuge. Von diesen Momenten des Vertrauens aus folgt, dass sinkende Kurse zum Beweis werden, dass keine Innovation mit überdurchschnittlichem Potenzial vorliege und daher die Aktien zu veräußern seien, was wiederum zu sinkenden Kursen führt. Wenn die Zulassung zum Börsensegment zuvor als Moment des Vertrauens aufgefasst wurde, so ramponierten die fallenden Kurse das Ansehen des gesamten Börsensegmentes, was das Misstrauen in die Innovationskraft der Unternehmen verstärkte.

Die modifizierten Bewertungsmaßstäbe, die im 11. Kapitel diskutiert wurden, verliehen dem Kursfeuerwerk denjenigen Schein von Stabilität, der an den herkömmlichen Börsen vermutet wurde. Dass die Kurse berechenbar wären, war ein weiteres Moment des Vertrauens. Mit den modifizierten Bewertungsmaßstäben haben sich die Investoren zugleich vom Vergleich mit herkömmlichen Aktien gelöst ohne ihn aber jemals aufzugeben.

Ein tatsächlicher Gewinn der Unternehmen, der nur durchschnittlich oder aber unterdurchschnittlich ausfällt (und sei es nur in den Geschäftsaussichten), stößt die Bewertung wieder auf den Vergleich mit den herkömmlichen Unternehmen. Eine weitere Finanzierungsrunde über die Börse ist damit den Unternehmen aufgrund des Anspruchs der Investoren verstellt. Der Hoffnung auf überdurchschnittlichen Gewinnzuwachs, welche ein Moment des Vertrauens der Investoren untereinander war, wird mit diesen betriebswirtschaftlichen Ergebnissen der Boden entzogen. Solche Unternehmen, die noch keinen Gewinn vorweisen können, geraten darüber in den Verdacht, ebenfalls höchstens durchschnittlichen Gewinn zu generieren und erhalten ebenfalls keine erneuten Geldzuflüsse. Die damit drohende oder tatsächliche Insolvenz ist dann aber ebenfalls nur ein Moment des allgemeinen Misstrauens der Investoren untereinander, dass sie den fiktiven Charakter des Kapitals nicht mehr mittels Geldzuflüsse aufrechterhalten werden.

Die Betrugsskandale am Neuen Markt trugen sicherlich zum allgemeinen Misstrauen bei. Sie sind in dieser Arbeit nicht gesondert zum Gegenstand gemacht worden, weil anzunehmen ist, dass die genauere Recherche seitens der Analysten und den regulierenden Institutionen, welche diese Fälle aufgedeckt haben, erst aufgrund des schon vorhandenen Misstrauens eingesetzt haben. Dass in anderen

Börsensegmenten weniger Fälle von regelüberschreitenden Verhalten vorhanden wären, lässt sich nicht zeigen.[553]

In der Regel führt ein Börsencrash dazu, dass die Kurse derart fallen, dass sich wieder Investoren finden, welche über Liquidität verfügen und weitere Kursverluste ggf. tragen wollen. Der Grund dieses Risiko einzugehen liegt darin, dass die Preise der Aktien derart gefallen sind, dass im Falle des wiederhergestellten Vertrauens eine überdurchschnittliche Rendite zu erzielen ist. Finden sich genug Investoren, welche aufgrund der Finanzkraft dafür sorgen, dass der Fall der Kurse aufgehalten wird, bestätigt sich ihre Kalkulation durch ihre gemeinsame Tat.

Am Neuen Markt wurde dagegen kein „Microsoft“ gefunden, sondern höchstens mittelständische Unternehmen. Diese waren für die Investoren nicht interessant bzw. erst als sie sich der geschädigten Werbeplattform durch einen Segmentwechsel entzogen haben.

[553] „Causes of fraud do not occur only at the Neuer Markt, and it is just a plausible assumption that there was more fraud in Neuer Markt firms than in firms that stayed private or are traded on the other market segments.” Burghof/Hunger, Neuer Markt, S. 316.

XIV. Literaturliste

1. Sekundärliteratur

Achleiter, Ann Kristin /Nathusius, Eva, Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen. Stuttgart 2004.

Adler, Patricia A. /Adler , Peter, The market as collective behavior, in: Adler, Patricia A. /Adler , Peter, The Social Dynamics of Financial Markets. Conneticut 1984, S. 85-105.

Albach, Horst/Köster, Dieter, Risikokapital in Deutschland, Discussion Paper FS IV 97 – 17, Wissenschaftszentrum Berlin, 1997.

Altvater, Elmar, Wenn die Titanen streiten und stürzen, in: Freitag, 4.10.2002.

Aschinger, Gerhard, Börsenkrach und Spekulation – Eine ökonomische Analyse. München 1995.

Bar-Tal, Daniel, Group Beliefs – A Conception for Analyzing Group Structure, Processes, and Behavior. New York 1990.

Baumol, William J., Speculation, Profitability, ad Stability, in: Review of Economics and Statistics, Vol. 39, 1957, S. 263-271.

Basu, Kaushik, Prelude to Political Economy – A Study of the Social and Political Foundations of Economics. New York 2000.

Beike, Rolf/Köttner, Andre/Schlütz, Johannes, Neuer Markt und Nasdaq – Erfolgreich an den Wachstumsbörsen. Stuttgart 2000.

Bischoff, Joachim, Mythen der New Economy. Zur politischen Ökonomie der Wissensgesellschaft. Hamburg 2002.

----- ders., Zukunft des Finanzmarkt-Kapitalismus – Strukturen, Widersprüche, Alternativen, Hamburg 2006.

Blättchen, Wolfgang, Warum Sie überhaupt an die Börse gehen sollen – die Sicht des externen Beraters, in: Volk, Gerrit (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur

Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgard 2000, S. 3-28.

BMWi, Wagniskapital. Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft. Bonn 1997.

Bruns, Christoph, Bubbles und Excess Volatility auf dem deutschen Aktienmarkt. Wiesbaden 1994.

Büschgen, Hans E., Bankbetriebslehre. Berlin 1990.

Burghof, Hans-Peter/Hunger, Adrian, The Neuer Markt: An (overly) risky asset of Germany's financial system, in: Giudici, Giancarlo/Roosenboom, Peter, The rise and fall of Europe`s new stock markets. Amsterdam 2004, S. 295-327.

Christians, Uwe, Going Public am Neuen Markt: Börsenreife – Bewertung - Preisfindung, in: Schmeisser, Wilhelm/Krimphove, Dieter (Hrsg.), Vom Gründungsmanagement zum Neuen Markt – Strategien für technologieorientierte kleine und mittlere Unternehmen. Wiesbaden 2001, S. 251-300.

----- ders., Aktivitäten von Kreditinstituten im Rahmen des Existenzgründungsprozesses, in: Schmeisser, Wilhelm/Krimphove, Dieter (Hrsg.), Vom Gründungsmanagement zum Neuen Markt – Strategien für technologieorientierte kleine und mittlere Unternehmen. Wiesbaden 2001, S. S. 55-85.

Claussen, Carsten P., Neue Aufgaben für die Aktie verlangen reformiertes Recht, in: Bundesverband der Börsenvereine an deutschen Hochschulen (BVG) e.V. (Hrsg.), Aktienkultur – Perspektiven für den Finanzplatz Deutschland. Wolfratshausen 1997, S. 51-62.

Daum, Renate, Außer Kontrolle – Wie Comroad & Co. Deutschlands Finanzsystem austricksen. München 2003.

Deutsche Börse AG, Regelwerk Neuer Markt, abgedruckt in: Potthoff, Volker/Stuhlfauth, Jutta, Der Neue Markt: Ein Handelsegment für innovative

und wachstumsorientierte Unternehmen – kapitalmarktrechtliche Überlegungen und Darstellung des Regelwerkes, in: WM – Wertpapiermitteilungen/Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Nr. 26, Sonderbeilage Nr. 3/1997, S. 12-24.

Deutsche Bundesbank, Geld und Geldpolitik, 2007.

Deutschmann, Christoph, Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrisen, in: Windolf, Paul (Hrsg.), Finanzmarkt-Kapitalismus – Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005, S. 58-84.

Evans, Daniel M., Tendenzen in der Venture Capital Finanzierung in den USA, in: Wilhelm Schmeisser/Dieter Krimphove (Hrsg.), Vom Gründungsmanagement zum Neuen Markt – Strategien für technologieorientierte kleine und mittlere Unternehmen. Wiesbaden 2001, S. 243-250.

Fama, Eugene F., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: Journal of Finance, Vol. 25 (Mai 1970), S. 383-417.

Fischer, Christoph, Motive des Börsengangs am Neuen Markt. Berlin 2002.

Francioni, Reto, Ideen suchen Kapital – Kapital sucht Ideen, in: Bundesverband der Börsenvereine an deutschen Hochschulen (BVG) e.V. (Hrsg.), Aktienkultur – Perspektiven für den Finanzplatz Deutschland. Wolfratshausen 1997, S. 63-67.

Francioni, Reto/ Gutschlag, Thomas, Der Neue Markt, in: Volk, Gerrit (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgart 2000, S. 29-44.

Franzke, Stefanie A., Venture Capital in Deutschland und der Neue Markt – Eine empirische Untersuchung. Frankfurt am Main 2005.

Frommann, Holger, Venture Capital in Deutschland, in: Bundesverband der Börsenvereine an deutschen Hochschulen e.V. (Hrsg.), Aktienkultur –

Perspektiven für den Finanzplatz Deutschland. Wolfratshausen 1997, S. 99-108.

Früh, Werner, Inhaltsanalyse - Theorie und Praxis, Konstanz 2001.

Frühlau, Igunde, Untersucht die Inhaltsanalyse eigentlich Inhalte? Inhaltsanalyse und Bedeutung, in: Publizistik 23, 1978-1/2, S. 7-18.

Gaida, Michael, Venture Capital in Deutschland und den USA – Finanzierung von Start-ups im Gefüge von Staat, Banken und Börsen. Wiesbaden 2002.

Garz, Hendrik, Prognostizierbarkeit von Aktienrenditen – Die Ursachen von Bewertungsanomalien am deutschen Aktienmarkt. Wiesbaden 2000.

Gegner, Martin, Crash, Boom, Bang – Reload. Metamorphosen eines Softwareprojekts in Zeiten des New Economy-Hypes. Discussion Paper SP III 2003-115 des Wissensschaftszentrums Berlin für Sozialforschung (2003).

Gey, Wolfgang, Globalisierung und Marktrisiko in der monetären Theorie. Regensburg 2006.

Goldberg, Joachim/von Nitzsch Rüdiger, Behavioral Finance – Gewinnen mit Kompetenz. München 1999.

Gürtler, Detlef, Der Minus-Milliardär – Wie Thomas Haffa EM.TV erst zur heißesten Aktie und dann zur heißesten Luft am Neuen Markt machte. Berlin 2001.

Giudici, Giancarlo/Roosenboom, Peter, The Long-Term Performance of Initial Public Offerings, in: Giudici, Giancarlo/Roosenboom, Peter, The rise and fall of Europe`s new stock markets. Amsterdam 2004, S. 329-354.

----- ders., The rise and fall of Europe`s new stock markets. Amsterdam 2004.

----- ders., Venture capital and the new stock markets in Europe, in: Giudici, Giancarlo/Roosenboom, Peter, The rise and fall of Europe`s new stock markets. Amsterdam 2004, S. 1-24.

Groeben, Norbert /Rustemeyer, Ruth, Inhaltsanalyse, in: Eckard König/Peter Zedler (Hg.), Bilanz qualitativer Forschung Band II – Methoden. Weinheim 1995.

Härtel, Hans-Hagen, Effiziente Aktienmärkte, in: Wirtschaftsdienst, 9/1998, S. 502-503.

Hansen, Herbert, Der Börsengang aus der Sicht des Privatanlegers, in: Volk, Gerrit (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgart 2000, S. 45-62.

Hegel, G.W.F., Enzyklopädie der philosophischen Wissenschaften im Grundrisse, Erster Teil. Frankfurt am Main 1986.

Henrichsmeyer, Wilhelm/Gans, Oskar/Evers, Ingo, Einführung in die Volkswirtschaftslehre. Stuttgart 1991.

von Heusinger, Robert, Wie die Neuen Märkte sprießen, in: Börsen-Zeitung, 27.02.1997, S. 1.

----- ders., Bankenverband denkt an neuen Risikomarkt, Börsenzeitung vom 12.06.1997 zitiert nach: Verlag Börsen-Zeitung (Hrsg.), Der Neue Markt der Frankfurter Wertpapierbörse – Ein Jahr Neuer Markt im Spiegel der Börsen-Zeitung. Frankfurt am Main 1998, S. 27.

Horkheimer, Max, Die Juden und Europa. Paris 1939.

Jäger, Manfred, Finanzmarktstrukturen im Wandel. Köln 2006.

Jessen, John P., Venture Capital in Deutschland und in den USA – Methoden zur Managementbetreuung von innovativen Frühphasenunternehmen. Frankfurt am Main 2002.

Kädtler, Jürgen, Sozialpartnerschaft im Umbruch – Industrielle Beziehungen unter den Bedingungen von Globalisierung und Finanzmarktkapitalismus. Hamburg 2006.

Kempkes, Michael/Haffa, Florian, Der Neue Markt als Chance für junge Wachstumsunternehmen – das IPO der EM.TV & Merchandising AG, in:

Volk, Gerrit (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgart 2000, S. 143-158.

Keynes, John M., Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes. Berlin 1983.

Killat, Gerhard, Bewertung und Preisfindung bei Neuemissionen, in: Volk, Gerrit (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgart 2000, S. 215-228.

Kindleberger, Charles P., Manien, Paniken, Crashs – Die Geschichte der Finanzkrisen der Welt. Kulmbach 2001.

Klein, Hans-Dieter /Krämling, Markus/Andreas, Claudia, IPO-Bewertung von Wachstumsunternehmen – Empirie, konzeptionelle Systematisierung und Entscheidungshilfe, in: Volk, Gerrit (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgart 2000, S. 229-247.

Kühl, Stefan, Exit. Wie Risikokapital die Regeln der Wirtschaft verändert. Frankfurt am Main/New York 2003.

----- ders., Profit als Mythos, in: Paul Windolf (Hrsg.), Finanzmarkt-Kapitalismus – Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005, S. 117-144.

Kusterer, Günther, Unternehmensbewertungsverfahren zur Emissionspreis-bestimmung bei Börsengängen von Wachstumsunternehmen am Neuen Markt. Frankfurt am Main 2003.

Lähn, Marcel Vincent, Hedge Fonds, Banken und Finanzkrise. Wiesbaden 2004.

Lenin, Wladimir I., Der Imperialismus als höchstes Stadium des Kapitalismus, in: W.I. Lenin, Ausgewählte Werke in sechs Bänden, Band II. Berlin 1985, S. 643-770.

Lindenberg, Andreas, Albtraum Neuer Markt – Eine brisante Internetstory vom Aufstieg und Fall eines Zukunftsunternehmens. München 2001.

Lübcke, Jörg, Neue Ökonomie und Banken. Frankfurt am Main 2004.

Lubig, Dirk, Underpricing und langfristige Perfomance der IPOs am Neuen Markt – eine ökonometrische Analyse für den Zeitraum von 1997 bis 2003. Frankfurt am Main 2004

Martin, John Levi, Power, Authority, and the Constraint of Belief Systems, in: American Journal of Sociology, Vol. 107, Jan. 2002, S. 861-904.

Marx, Karl, Das Kapital - Kritik der Politischen Ökonomie, Erster Band, Buch I, Der Produktionsprozeß des Kapitals, in: Marx-Engels-Werke Bd. 23, herausgegeben vom Institut für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED, Berlin 1989.

----- ders., Das Kapital - Kritik der Politischen Ökonomie, Dritter Band, Buch III, Der Gesamtprozeß der kapitalistischen Produktion, in: Marx-Engels-Werke Bd. 25, herausgegeben vom Institut für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED, Berlin 1964.

----- ders., Grundrisse der Kritik der politischen Ökonomie – Rohentwurf 1857-1885. Herausgegeben vom Marx-Engels-Lenin-Institut Moskau, im Nachdruck Berlin 1953.

----- ders., Randglossen zum Programm der deutschen Arbeiterpartei, in: MEW 19, herausgegeben vom Institut für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED. Berlin 1962, S. 15-32.

----- ders., Theorien über den Mehrwert Teil 1, in: MEW 26.1, herausgegeben vom Institut für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED. Berlin 1965.

Mathieu, Alexander, Strategie in High-Velocity-Märkten - Konzeptionalisierung, Operationalisierung und Erfolgswirkung. Wiesbaden 2004.

Mayring, Phillip, Qualitative Inhaltsanalyse - Grundlagen und Techniken. Weinheim 1997.

Merten, Klaus, Inhaltsanalyse - Einführung in Theorie, Methode und Praxis. Opladen 1999.

Moldenhauer, Ralf, Krisenbewältigung in der New Economy – Sanierungsansätze und Handlungsempfehlungen für Gründungs- und Wachstumsunternehmen. Wiesbaden 2004.

Molodovsky, Nicholas, A Theorie of Price-Earnings Ratios, in: Financial Analysts Journal, January-February 1995, S. 29-42.

Müller, Sarah, Die Bewertung junger Unternehmen und Behavioral Finance – Eine theoretische und experimentelle Untersuchung. Köln 2003.

Oehler, Andreas, Die Erklärung des Verhaltens privater Anleger – Theoretischer Ansatz und empirische Analysen. Stuttgart 1995.

o.V., Vorschußlorbeeren für den Neuen Markt – Transparenz ist ‚Erfolgsfaktor', in: Börsen-Zeitung, 11.03.1997.

Piel, Konstanze, Ökonomie des Nichtwissens – Aktienhype und Vertrauenskrise im Neuen Markt. Frankfurt am Main 2003.

Plückelmann, Katja, Der Neue Markt der Deutschen Börse AG. Frankfurt am Main 2000.

Potthoff, Volker/Stuhlfauth, Jutta, Der Neue Markt: Ein Handelsegment für innovative und wachstumsorientierte Unternehmen – kapitalmarktrechtliche Überlegungen und Darstellung des Regelwerkes, in: WM – Wertpapiermitteilungen/Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Nr. 26, Sonderbeilage Nr. 3/1997, S. 3-24.

Roßbach, Peter, Behavioral Finance – Eine Alternative zur vorherrschenden Kapitalmarkttheorie?, Working Paper Nr. 31, Hochschule für Bankwirtschaft. Frankfurt am Main, August 2000.

Rudolf, Markus/Witt, Peter, Bewertung von Wachstumsunternehmen – Traditionelle und innovative Methoden im Vergleich. Wiesbaden 2002.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Zwanzig Punkte für Beschäftigung und Wachstum - Jahresgutachten 2002/2003. Stuttgart 2002.

Schenk, Michael/Rössler, Patrick, Wirtschaftsberichterstattung in Zeitschriften. München 1996.

Scherrer, Christoph, New economy – explosive growth driven by a productivity revolution? Berlin 2001.

Schmeisser, Wilhelm, Zur Kreditwürdigkeitsprüfung bei innovativen Technologieunternehmen, in: Schmeisser, Wilhelm/Krimphove, Dieter (Hrsg.), Vom Gründungsmanagement zum Neuen Markt – Strategien für technologieorientierte kleine und mittlere Unternehmen. Wiesbaden 2001, S. 87-111.

Schmeisser, Wilhelm/Krimphove, Dieter/Grothe, Jan, Zwischen Gründungsmanagement und Neuem Markt, in: Schmeisser, Wilhelm/Krimphove, Dieter (Hrsg.), Vom Gründungsmanagement zum Neuen Markt – Strategien für technologieorientierte kleine und mittlere Unternehmen. Wiesbaden 2001, S. 1-14.

Schumpeter, Joseph A., Capitalism, Socialism and Democracy. London 1987.

Shiller, Robert J., Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash - Survey Evidence, in: Cowles Foundation Discussion Paper, No. 853. New Haven, Conneticut 1988.

----- ders., Irrational Exuberance, New Jersey 2000.

Siebers, Alfred B.J./Weigert, Martin M., Börsen-Lexikon. München 1998.

Smith, Adam, An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. London 1955.

Sornette, Didier, Why Stock Markets Crash – Critical Events in Complex Financial Systems. Princeton 2003.

Stockmann, Ralf, Spiegel und Focus – Eine vergleichende Inhaltsanalyse 1993-1996. Göttingen 1999.

Tietze, Christian, Underpricing am Neuen Markt – eine empirische Untersuchung für den Zeitraum 1997 – 2002. Hamburg 2005.

Titscher, Stefan/Wodak, Ruth/Meyer, Michael/Vetter, Eva, Methoden der Textanalyse - Leitfaden und Überblick. Opladen/Wiesbaden 1998.

Vartanian, Vatchagan, Innovationsleistung und Unternehmenswert - empirische Analyse wachstumsorientierter Kapitalmärkte. Wiesbaden 2003.

Vitols, Sigurt/Engelhardt, Lutz, National Institutions and High Tech Industries: A Varieties of Capitalism Perspective on the Failure of Germany's "Neuer Markt", in: Discussion papers/WZB, Forschungsschwerpunkt Markt und Politische Ökonomie, Arbeitsgruppe Institutionen, Staaten, Märkte, 2005/03.

Volk, Gerrit (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgart 2000.

Weissinger, Sabine, Realoptionen als Bewertungsansatz für Wachstumsunternehmen. Aachen 2004.

Werner, Christoph K., Venture-Capital-Politik in Deutschland – Status Quo und Optimierungsansätze. Düsseldorf 2000.

Windolf, Paul, Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in: Windolf, Paul (Hrsg.), Finanzmarkt-Kapitalismus – Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005, S. 20-57.

Wiskemann, Stefan /Schäfers, Björn, ricardo.de AG – Mit Internet-Auktionen an den Neuen Markt, in: Volk, Gerrit (Hrsg.), Going Public – Der Gang zur Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt. Stuttgart 2000, S. 189-202.

Zeise, Lucas, Imperativ Neuer Markt, Börsen-Zeitung vom 22.01.1997, in: Verlag Börsen-Zeitung (Hrsg.), Der Neue Markt der Frankfurter Wertpapierbörse – Ein Jahr Neuer Markt im Spiegel der Börsen-Zeitung. Frankfurt am Main 1998, S. 15.

----- ders., Ein Modell für die Börse, Börsen-Zeitung vom 20.12.1996, in: Verlag Börsen-Zeitung (Hrsg.), Der Neue Markt der Frankfurter Wertpapierbörse – Ein Jahr Neuer Markt im Spiegel der Börsen-Zeitung. Frankfurt am Main 1998, S. 14.

Zeitler, Martin, Politische Ökonomie von Kollektivphänomenen – Kollektives Handeln und soziale Bewegungen aus markttheoretischer Sicht. Bayreuth 2000.

2. Zeitungen und Zeitschriften

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2000-2003)

Der Spiegel (2000-2003)

Bild-Zeitung (2000-2003)

XV. Lebenslauf

Der Lebenslauf ist in der Online-Version aus Gründen des Datenschutzes nicht enthalten.