

Konrad Sobański

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

ROZWÓJ ALTERNATYWNEGO RYNKU AKCJI W NIEMCZECH – STUDIUM PRZYPADKU NEUER MARKT

Wprowadzenie

Przed pierwszą wojną światową niemiecki rynek kapitałowy (papierów udziałowych) był uznawany za najbardziej rozwinięty na świecie. W 1914 r. na publicznym rynku akcji w Niemczech było notowanych prawie dwa razy więcej spółek (około 1200 podmiotów) niż na New York Stock Exchange¹. W późniejszym okresie (zwłaszcza po drugiej wojnie światowej) znaczenie rynku papierów udziałowych w Niemczech jednak istotnie zmalało, a dominującą rolę w systemie finansowym odgrywały banki i finansowanie dłużne przedsiębiorstw. Na koniec 1993 r. kapitalizacja spółek giełdowych wynosiła 24% PKB, znacząco mniej niż w innych gospodarkach rozwiniętych tj. we Francji (36%), w Stanach Zjednoczonych (82%) czy Wielkiej Brytanii (140%)².

W zdominowanym przez sektor bankowy niemieckim systemie finansowym największy strumień oszczędności płynął do przedsiębiorstw reprezentujących tradycyjne branże gospodarki. Zarówno sektor bankowy (cechujący się wysoką awersją do ryzyka), jak i regulowany rynek giełdowy (cechujący się restrykcyjnymi kryteriami dopuszczeniowymi) zapewniały natomiast jedynie ograniczone finansowanie dla przedsiębiorców rozwijających nowe pomysły biznesowe w branżach nowoczesnych technologii³.

¹ S. Wong: *Comparing the Chinese and German Capital Markets: Do Informal Institutions Jeopardize Formal Institutional Supremacy?* Governance in Asia Research Centre, 2006. http://regulation.upf.edu/bath-06/12_Wong.pdf, s. 20-21.

² H.P. Burghof, A. Hunger: *Access to Stock Markets for Small and Medium Sized Growth Firms: The Temporary Success and Ultimate Failure of Germany's Neuer Markt*, 2003. <http://papers.ssrn.com>, s. 1-2.

³ S. Vitols: *Frankfurt's Neuer Markt and the IPO Explosion: is Germany on the Road to Silicon Valley?* „Economy and Society” 2001, Vol. 30, No. 4.

Po 1990 r. w Niemczech zapoczątkowano wiele zmian instytucjonalnych na rynku kapitałowym, które miały na celu zarówno zwiększenie jego atrakcyjności z punktu widzenia przedsiębiorstw, jak i bezpieczeństwa z punktu widzenia inwestorów. Jednym ze strategicznych zamierzeń, które wpisywało się w trend obserwowany na rynkach kapitałowych innych gospodarek, było utworzenie sektora giełdowego dla młodych i innowacyjnych przedsiębiorstw – Neuer Markt. W ciągu kilku następnych lat Neuer Markt stał się najszybciej rozwijającym się w Europie rynkiem dla tzw. spółek wzrostowych i zarazem głównym motorem rozwoju niemieckiego rynku kapitałowego. Po kilku latach dynamicznego rozwoju Neuer Markt doświadczył jednak gwałtownego regresu, a ostatecznie w 2003 r. został zlikwidowany.

Celem niniejszego opracowania jest prezentacja historii rozwoju rynku alternatywnego w Niemczech w latach 1997-2003 – Neuer Markt na Deutsche Börse. W artykule przedstawiono okoliczności jego powstania i jego umiejscowienie w strukturze niemieckiego rynku kapitałowego. Omówiono również wpływ Neuer Markt na rozwój niemieckiego rynku kapitałowego w latach 1997-2003, a także główne czynniki uznawane za przyczyny ostatecznego niepowodzenia projektu Neuer Markt.

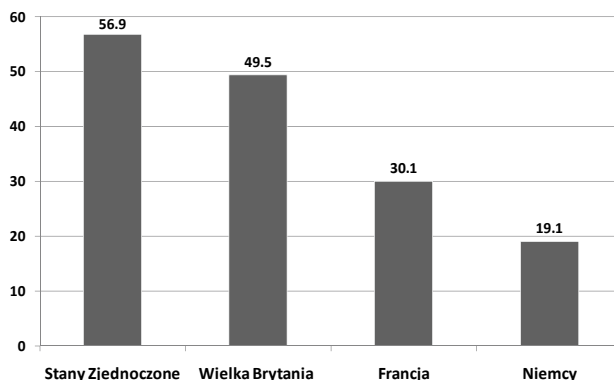
1. Uwarunkowania powstania Neuer Markt

Na początku ostatniej dekady XX w. niemiecki rynek akcji był zaliczany do rynków słabo rozwiniętych pod względem liczby spółek notowanych oraz ich wartości rynkowej⁴. Na koniec 1990 r. w Niemczech na rynku kapitałowym handlowano akcjami jedynie 34 spółek publicznych, a ich kapitalizacja wynosiła ok. 300 mld EUR⁵. Przedsiębiorstwa niemieckie korzystały w przeważającej części z finansowania dłużnego, wykorzystując długoterminowe relacje z bankami⁶. Wskaźnik pokrycia aktywów kapitałem własnym w niemieckich przedsiębiorstwach nie przekraczał 20%, a tym samym był zdecydowanie niższy niż w pozostałych krajach rozwiniętych (rys. 1).

⁴ H.P. Burghof, A. Hunger: Op. cit., s. 1-2.

⁵ S. Wong: Op. cit., s. 20-26.

⁶ H.P. Burghof, A. Hunger: Op. cit., s. 1-2.



Dane na koniec lat 80. Uwzględnione zostały przedsiębiorstwa zachodnioniemieckie.

Rys. 1. Udział kapitału własnego w pasywach sektora niemieckich przedsiębiorstw (w %)

Źródło: Na podstawie Deutsche Börse: *Kapitalmarkt und Deutschland. Erfolge und Herausforderungen*. White Paper, ca 2004. www.deutsche-boerse.com, za: OECD, DAI.

Wraz z szybkim rozwojem branż nowoczesnych technologii w krajach rozwiniętych niemiecki model finansowania w gospodarce poddany został krytyce jako model niewspierający w odpowiednim zakresie postępu technologicznego w Niemczech. W dyskusji na temat rozwoju niemieckiego rynku kapitałowego wskazywano również, że rynek akcji w ówczesnym kształcie nie zapewniał możliwości finansowania nowopowstałym innowacyjnym przedsiębiorstwom w związku z restrykcyjnymi kryteriami dopuszczenia do obrotu⁷.

Pierwsze działania mające na celu ułatwienie dostępu małym i średnim przedsiębiorstwom do kapitału inwestorów podjęto jeszcze w latach 80. Obok istniejącego wówczas rynku urzędowego (Amtlicher Handel) uruchomiono dodatkowo tzw. segment regulowany (Geregeleter Markt)⁸, który charakteryzował się mniej restrykcyjnymi kryteriami dopuszczeniowymi. Ta modyfikacja struktury rynku kapitałowego nie przyniosła jednak oczekiwanych rezultatów w postaci wzrostu liczby notowanych spółek. W latach 1987-1993 na giełdach niemieckich przeprowadzonych zostało jedynie 146 pierwszych ofert publicznych, podczas gdy na New York Stock Exchange 1292, na London Stock Exchange 1106, a na giełdach w Tokyo i Osace 384 IPO. Dodatkowo finansowanie na ryn-

⁷ S. Vitols: Op. cit., s. 556.

⁸ Segment Geregeleter Markt nie był tożsmy z rynkiem regulowanym w rozumieniu Dyrektywy Rady 93/22/EEC z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (Dziennik Urzędowy Wspólnot Europejskich L141/27 z 11.6.1993). Dyrektywa została uchylona 31.10.2007 w związku z Dyrektywą 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniającą dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylającą dyrektywę Rady 93/22/EEG (została zastąpiona przez tzw. dyrektywę MiFID).

ku giełdowym wybierały głównie przedsiębiorstwa dojrzałe. Średni wiek spółek debiutujących na rynku publicznym w Niemczech wynosił więcej niż 40 lat, podczas gdy w przypadku krajów anglosaskich był 3-5-krotnie niższy⁹.

Począwszy od lat. 90. w Niemczech ustawodawca rozpoczął reformy instytucjonalne na rynku kapitałowym. W 1990 r. weszła w życie Ustawa o prospekcie emisyjnym (Wertpapier Verkaufsprospektgesetz), mająca na celu przede wszystkim zwiększenie ochrony inwestorów na rynku kapitałowym, a także pierwsza ustawa w zakresie wsparcia rynku finansowego (Erstes Finanzmarktförderungsgesetz) m.in. eliminująca wybrane formy opodatkowania aktywności na rynku kapitałowym. W grudniu 1992 r. Frankfurter Wertpapierbörse AG dokonała zmiany firmy na Deutsche Börse AG. Po tym jak w październiku 1993 r. spółka Daimler-Benz zdecydowała o wprowadzeniu akcji do obrotu na NYSE zamiast Deutsche Börse, ustawodawca zdecydował o dalszych zmianach legislacyjnych. W 1994 r. weszły w życie: druga ustawa w zakresie wsparcia rynku finansowego (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) i Ustawa o obrocie papierami wartościowymi (Wertpapierhandelsgesetz). Tym samym wprowadzono w Niemczech obowiązek publikowania przez spółki publiczne informacji poufnych i zakaz ich wykorzystania, a także powołano organ nadzorczy na rynku kapitałowym – Komisję Nadzoru Obrotu Papierami Wartościowymi (Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel)¹⁰. Zmiany instytucjonalne (w postaci nowego prawodawstwa oraz segmentacji rynku giełdowego) zasadniczo nie doprowadziły do realizacji stawianych im celów – nie zwiększyły reprezentacji niemieckich przedsiębiorstw na rynku giełdowym.

W obliczu szybkiego rozwoju rynku NASDAQ w Stanach Zjednoczonych (1131 IPO w latach 1995-1996) i dalszego dystansowania niemieckiego rynku akcji przez rynki w krajach rozwiniętych (w latach 1995-1996 w Niemczech zostały przeprowadzone tylko 34 IPO), decydenci w Niemczech zdecydowali się na kolejną zmianę instytucjonalną w strukturze niemieckiego rynku giełdowego, która miała przyczynić się do zmniejszenia luki podaży kapitału dla innowacyjnych sektorów gospodarki. W 1997 r. na Deutsche Börse utworzono Neuer Markt. W regulaminie rynku określono, że „Neuer Markt jest segmentem Deutsche Börse [...], na którym handluje się akcjami głównie mniejszych i średnich spółek krajowych i zagranicznych, które spełniają kryteria w zakresie przejrzystości oraz obowiązków informacyjnych. Emitentami w tym segmencie są

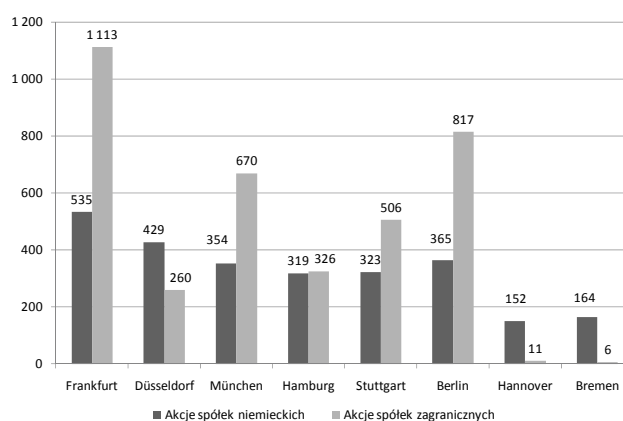
⁹ H.P. Burghof, A. Hunger: Op. cit., s. 3.

¹⁰ S. Wong: Op. cit., s. 21-23; H.P. Burghof, A. Hunger: Op. cit., s. 7; <http://deutsche-boerse.com>. W 2002 r. nadzór nad rynkiem finansowym w Niemczech został przekazany nowo powstałemu organowi – Komisji Nadzoru Finansowego (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht). Podobnie w Polsce nadzór nad poszczególnymi segmentami rynku finansowego został skoncentrowany w 2006 r. w nowym organie – Komisji Nadzoru Finansowego.

w szczególności innowacyjne przedsiębiorstwa, które zdobywają nowe rynki zbytu, wdrażają nowoczesne rozwiązania w obszarze zakupów, produkcji i zbytu, czy oferują nowe produkty, w przypadku których można oczekiwać ponadprzeciętnego wzrostu przychodów i zysków”¹¹.

2. Neuer Markt w strukturze giełdowego rynku akcji w Niemczech

W okresie tworzenia Neuer Markt handel udziałowymi papierami wartościowymi w Niemczech był prowadzony na parkietach ośmiu regionalnych giełd: w Berlinie, Bremen, Düsseldorfie, Frankfurtu nad Menem, Hamburgu, Hanoverze, Monachium i Stuttgarcie¹². Dodatkowo akcjami handlowano poprzez elektroniczny system XETRA, którego operatorem była Deutsche Börse. Na koniec 1997 r. giełda we Frankfurcie była największym rynkiem obrotu akcjami w Niemczech pod względem liczby notowanych papierów udziałowych (1648) oraz wartości obrotów (z udziałem 78,0% w całkowitych obrotach w 1997 r.).



Wybrane akcje były notowane na co najmniej dwóch giełdach jednocześnie. Liczba akcji notowanych na wszystkich niemieckich giełdach na koniec 1997 r. wynosiła 3003 (z tego 817 akcji spółek niemieckich i 2186 akcji spółek zagranicznych). Liczba notowanych akcji (ustalana według kodu papieru wartościowego) nie jest tożsama z liczbą notowanych spółek. Liczba spółek notowanych w obrocie zorganizowanym w Niemczech na koniec 1997 r. wynosiła 2696 (700 spółek krajowych i 1996 spółek zagranicznych).

Rys. 2. Liczba akcji notowanych na rynku giełdowym w Niemczech na koniec 1997 r.

Źródło: Ibid., 1998, s. 16.

¹¹ H. Klindworth: *Rationale Spekulation? Über die Krise des Neuen Marktes und dessen öffentliche Verarbeitung. Dissertation zur Erlangung des Grades Dr. phil.*, Otto-Suhr-Institut für Politikwissenschaft der Freien Universität, Berlin 2008; Deutsche Börse AG, Regelwerk Neuer Markt.

¹² W 1999 r. giełdy w Hamburgu i Hanoverze utworzyły jedną instytucję, a w 2007 r. giełda w Bremen zakończyła działalność operacyjną.

Przed utworzeniem Neuer Markt zorganizowany obrót akcjami w Niemczech składał się z trzech segmentów:

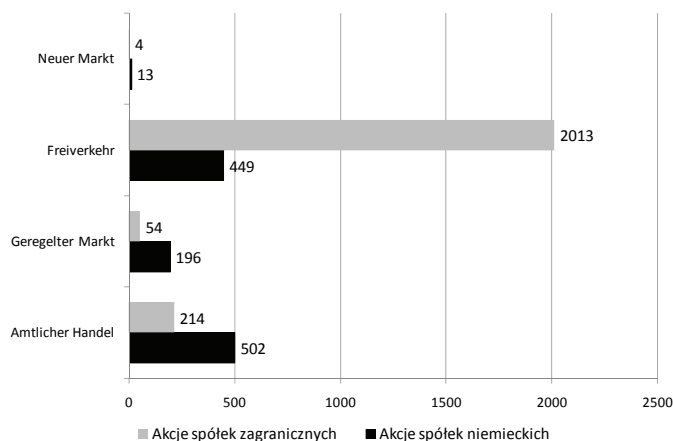
- rynku notowań oficjalnych (Amtlicher Handel) – segmentu z najbardziej restrykcyjnymi kryteriami dopuszczenia do obrotu (zgodnymi z dyrektywą unijną w tym zakresie),
- segmentu regulowanego (Geregelter Markt)¹³ – segmentu dla małych i średnich przedsiębiorstw, z mniej restrykcyjnymi kryteriami dopuszczeniowymi i obowiązkami informacyjnymi niż rynek notowań oficjalnych,
- rynku wolnego (Freiverkehr) – systemu obrotu funkcjonującego w formie handlu na parkiecie, przeznaczonego dla spółek nienotowanych na rynku oficjalnym i segmentu regulowanym¹⁴.

Neuer Markt nie stanowił w sensie prawnym odrębnego segmentu na rynku giełdowym, a przed jego utworzeniem nie wprowadzono żadnych zmian dostosowujących Ustawę o giełdach (Börsengesetz). Z punktu widzenia formalno-prawnego Neuer Markt był częścią segmentu Freiverkehr. Jednakże procedura prawna dopuszczenia do obrotu na Neuer Markt polegała na dopuszczeniu do obrotu na Geregelter Markt z jednoczesnym przeniesieniem do notowań na Neuer Markt. Kryteria dopuszczenia do obrotu na Neuer Markt zostały określone przez Deutsche Börse w Regulaminie Neuer Markt¹⁵. Neuer Markt podlegał kontroli Urzędu Nadzoru Obrotu (Handelsüberwachungsstelle) i Urzędu Nadzoru Giełd (Börsenaufsichtsbehörde).

¹³ Terminu „Geregelter Markt” (segment regulowany) nie należy utożsamiać z definicją rynku regulowanego zawartą w Dyrektywie Rady 93/22/EEC z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (Investment Services Directive of the European Community). Wszystkie segmenty niemieckiego rynku giełdowego (Amtlicher Handel, Geregelter Markt), za wyjątkiem segmentu Freiverkehr, były rynkiem regulowanym w rozumieniu tej dyrektywy (BIS 2003, s. 169; H.P. Burghof, A. Hunger: Op. cit., s. 3-4). Od 1 listopada 2007 r. segmenty Amtlicher Handel i Geregelter Markt zostały połączone i tworzą rynek regulowany (Regulierter Markt).

¹⁴ Dopuszczenie do obrotu na rynku wolnym (rynku notowań nieoficjalnych) odbywało się na wniosek podmiotu autoryzowanego do uczestnictwa w handlu na danej giełdzie (np. banku) – bez uprzedniego sporządzenia prospektu emisyjnego zatwierdzanego przez organ nadzoru rynku kapitałowego. Jedynie w przypadku ofert publicznych poprzedzających wprowadzenie do obrotu wymagany było sporządzenie zwięzłego dokumentu informacyjnego (BIS, 2003, s. 169-170). Rynek wolny (organizowany przez brokerów kontaktujących się telefonicznie) w praktyce charakteryzował się niewielką płynnością (H.P. Burghof, A. Hunger: Op. cit., s. 1-4).

¹⁵ S.E. Hauser: *Informationsverarbeitung am Neuen Markt: Eine empirische Analyse der Determinanten von Kursreaktionen auf Ad-hoc-Meldungen*. Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2003, s. 98; H.P. Burghof, A. Hunger: Op. cit., s. 5.



Suma akcji dopuszczonych do obrotu w poszczególnych segmentach nie jest równa liczbie wszystkich akcji dopuszczonych do obrotu w Niemczech (3003) w związku z faktem, że wybrane akcje były dopuszczane do obrotu w więcej niż jednym segmencie jednocześnie.

Rys. 3. Liczba akcji notowanych na poszczególnych segmentach rynku giełdowego w Niemczech na koniec 1997 r.

Źródło: Ibid., 1999, s. 16.

3. Rozwój rynku Neuer Markt

Historię rozwoju Neuer Markt można zaprezentować wykresem paraboli – po początkowo bardzo dynamicznym wzroście liczby notowanych spółek i wartości obrotów, wystąpił okres silnego regresu, którego efektem było zamknięcie rynku przez Deutsche Börse.

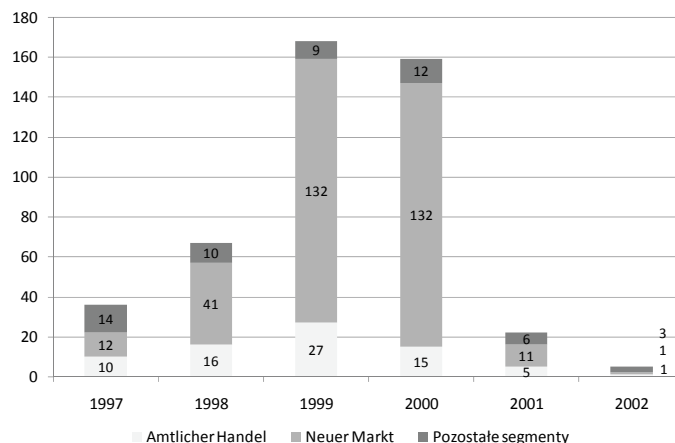
W latach 1985-1996 w Niemczech przeprowadzono średnio 17 IPO rocznie, z których spółki pozyskiwały średnio 2,2 mld EUR rocznie. Po uruchomieniu Neuer Markt zarówno liczba IPO, jak i wielkość pozyskiwanych kwot istotnie wzrosła. Średnioroczna wartość IPO w latach 1997-2002 wyniosła 8,0 mld EUR, przy czym największe wpływy z ofert publicznych (25,6 mld EUR) zostały zrealizowane w 2000 r.¹⁶

Neuer Markt oficjalnie został uruchomiony 10.03.1997, kiedy to na parkiecie zadebiutowały dwie spółki: Mobilcom AG i Bertrandt AG. Początek nowego rynku zbiegł się w czasie z sukcesem pierwszej oferty publicznej Deutsche Telekom, który w 1996 r.¹⁷ pozyskał od inwestorów ponad 10 mld EUR (stanowiło to kwotę większą

¹⁶ H.P. Burghof, A. Hunger: Op. cit., s. 10.

¹⁷ Deutsche Telekom zadebiutował na rynku notowań oficjalnych 18 listopada 1996 r.

niż wpływy z wszystkich IPO zrealizowanych w Niemczech w latach 1988-1995). Akcje Mobilcom zadebiutowały z 52% premią wobec ceny emisyjnej¹⁸.

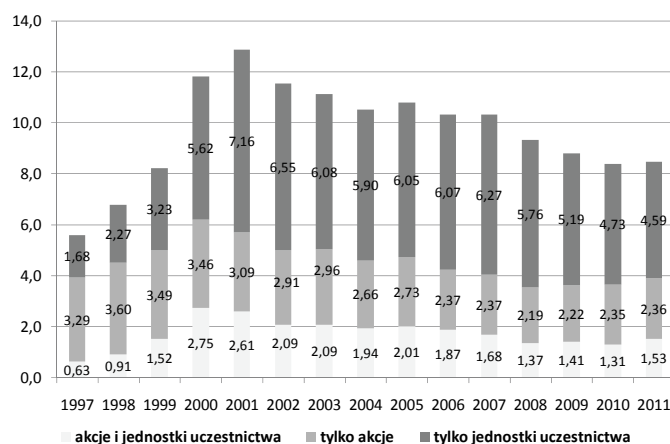


Rys. 4. Liczba IPO w Niemczech w latach 1997-2002

Źródło: Ibid., 2001, s. 12; H.P. Burghof, A. Hunger: *Access to Stock Markets for Small and Medium Sized Growth Firms: The Temporary Success and Ultimate Failure of Germany's Neuer Markt*, 2003. <http://papers.ssrn.com>, s. 10-12.

Szybkemu rozwojowi niemieckiego rynku kapitałowego towarzyszył wzrost zainteresowania inwestycjami na rynku akcji w społeczeństwie. Liczba osób fizycznych posiadających akcje i/lub jednostki uczestnictwa w funduszach akcyjnych wzrosła z 5,60 mln na koniec 1997 r. do 12,85 mln na koniec 2001 r. (rys. 5). Osoby rozpoczynające inwestycje na rynku akcji w tym okresie decydowały się na inwestycje za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych. Liczba osób posiadających w swoim portfelu wyłącznie jednostki funduszy akcyjnych wzrosła o 5,48 mln do poziomu 7,16 mln. Część nowych inwestorów decydowała się również na inwestycje bezpośrednie na rynku kapitałowym. Baza inwestorów łączących lokaty w akcje i fundusze akcyjne wzrosła o 1,98 mln osób do poziomu 2,61 mln.

¹⁸ Cena emisyjna akcji Mobilcom AG wyniosła 62,5 DEM (górną granicę przedziału cenowego w procesie bookbuildingu), natomiast cena na koniec dnia debiutu (10.03.1997) wyniosła 95 DEM. Spółka pozyskała kapitał w wysokości 30 mln DEM (Deutsche Börse, ca 1998, s. 12).

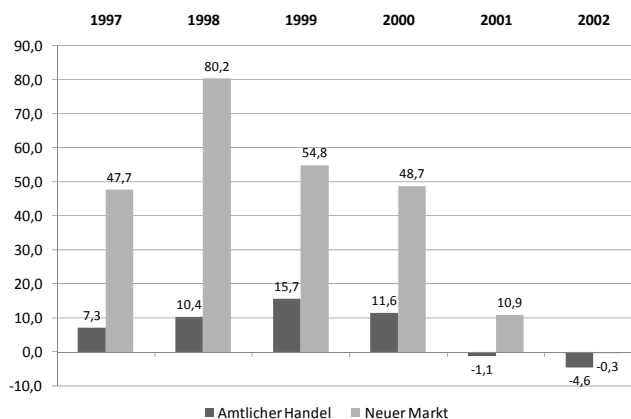


Rys. 5. Liczba indywidualnych akcjonariuszy i posiadaczy jednostek uczestnictwa w funduszach akcyjnych w Niemczech w latach 1997-2011 (w mln)

Źródło: Na podstawie danych Deutsches Aktieninstitut. www.dai.de

Wzrost zainteresowania inwestorów indywidualnych spółkami notowanymi na Neuer Markt był pochodną relatywnie wysokich stóp zwrotu, które inwestorzy mogli zrealizować biorąc udział w pierwszych ofertach publicznych tych spółek¹⁹. Już w pierwszym roku funkcjonowania Neuer Markt średnia różnica pomiędzy ceną emisyjną IPO a ceną zamknięcia w dniu debiutu wynosiła w przypadku spółek z rynku Neuer Markt 47,7%. Dla spółek z rynku notowań oficjalnych tak liczona stopa zwrotu w 1997 r. była znacząco niższa (7,3%). W kolejnych trzech latach (1998-2000) średnia stopa zwrotu dla ofert publicznych na Neuer Markt była jeszcze wyższa (rys. 6).

¹⁹ Można oczekiwać, że zależność pomiędzy stopą zwrotu i zainteresowaniem inwestorów ma charakter sprzężenia zwrotnego. W przypadku dużego zainteresowania na etapie oferty publicznej popyt inwestorów może zostać niezaspokojony (redukcja zapisów). W rezultacie część inwestorów może zdecydować się na uzupełnienie swoich portfeli poprzez dokupienie akcji na rynku giełdowym w dniu debiutu, zwiększając cenę zamknięcia. Z kolei wysokie stopy zwrotu w ramach zakończonych IPO przyciągają nowych inwestorów do kolejnych ofert publicznych.

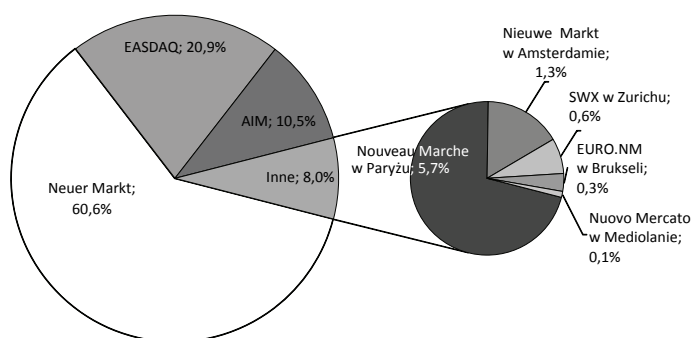


Średnia stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółek w ramach ofert publicznych przy założeniu dez-inwestycji w dniu pierwszego notowania akcji na rynku giełdowym.

Rys. 6. Stopa zwrotu z IPO spółek debiutujących na Neuer Markt (w %)

Źródło: Na podstawie H.P. Burghof, A. Hunger: Op. cit., s. 12.

W ciągu trzech lat od powstania Neuer Markt stał się jednym z najważniejszych parkietów w Europie dla tzw. spółek wschodzących. Liczba notowanych spółek wzrosła do końca 2000 r. do poziomu 339, a kapitalizacja segmentu zwiększyła się do ponad 200 mld EUR w marcu 2000 r. (co stanowiło 13% kapitalizacji wszystkich spółek notowanych na Deutsche Börse i blisko połowy kapitalizacji wszystkich europejskich alternatywnych rynków akcji). W 1999 r. ponad połowa nowych emisji spółek z rynków alternatywnych miała miejsce na Neuer Markt. Obroty Neuer Markt na giełdzie we Frankfurcie wzrosły z 5,4 mld EUR w 1997 r. do 189,0 mld EUR w 1999 r. W 2000 r. Neuer Markt generował blisko 90% całkowitych obrotów na rynkach alternatywnych w Europie.

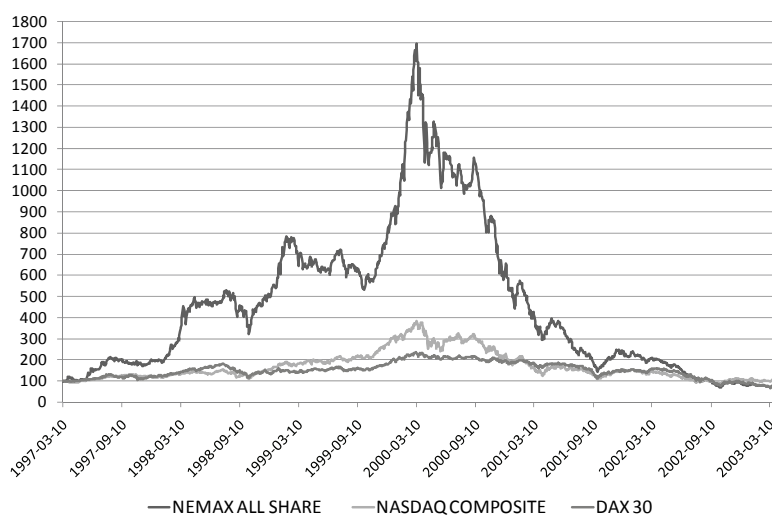


Rys. 7. Udział europejskich rynków w kapitalizacji notowanych spółek wschodzących w czerwcu 1999

Źródło: Na podstawie S. Vitols: *Frankfurt's Neuer Markt and the IPO Explosion: is Germany on the Road to Silicon Valley?* „Economy and Society” 2001, Vol. 30, No. 4, s. 558.

10.03.2000, dokładnie 3 lata po uruchomieniu rynku, indeks Nemax-All-Share osiągnął najwyższy poziom w historii 8559,32 punktów (oznaczało to blisko 17-krotny wzrost względem poziomu z pierwszego dnia notowań). Dla porównania w tym samym okresie niemiecki indeks blue chips DAX 30 wzrósł 2,3 raza, natomiast indeks NASDAQ Composite 3,8 raza (rys. 8).

Po okresie szybkiego rozwoju nastąpił okres równie szybkiego regresu. Do końca września 2002 r. indeks Nemax-All-Share spadł do poziomu 389,03 punktów, a kapitalizacja notowanych spółek zmniejszyła się do 9 mld EUR. Liczba notowanych spółek na skutek upadłości, wykluczenia z obrotu, fuzji i przejęć obniżyła się do 247. Do końca 2002 r. ponad 40 spółek notowanych na Neuer Markt ogłosiło niewypłacalność. Obroty we wrześniu 2002 r. spadły do 917 mln EUR. W reakcji na silne spadki kursów akcji ustawodawca niemiecki wprowadził w 2002 r. zmiany w przepisach mające na celu zwiększenie ochrony akcjonariuszy, w tym odpowiedzialność za poniesione szkody wywołane przez raporty spółek (tzw. czwartą ustawę w zakresie wsparcia rynku finansowego). 24 marca 2003 r. Deutsche Börse zdecydowała się zamknąć rynek Neuer Markt i dokonać nowej segmentacji spółek notowanych na giełdzie we Frankfurcie²⁰.



Poziom indeksów zrebazowano na dzień 10.03.1997 (poziom w tym dniu wynosi 100). Zaprezentowane indeksy są indeksami cenowymi. Deutsche Börse obliczała dla Neuer Markt obok indeksu Nemax All Share również indeks NEMAX 50, bazujący na cenach 50 najważniejszych spółek segmentu, a także indeksy branżowe.

Rys. 8. Indeks Nemax All Share na tle innych indeksów w okresie funkcjonowania Neuer Markt

Źródło: Na podstawie danych Thomson Reuters Datastream.

²⁰ Ch. Bode: *Anlegerschutz und Neuer Markt – eine empirische Untersuchung des Publizitätsverhaltens ausgewählter Unternehmen des Neuen Marktes*. „Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft” 2006, s. 25-26.

Podsumowanie

W II połowie lat 90. XX w. w rozwiniętych krajach europejskich silnie zarysowała się tendencja do tworzenia tzw. alternatywnych rynków akcji przeznaczonych dla innowacyjnych spółek z sektora nowej ekonomii. Istotną pozycję w tej części europejskiego rynku kapitałowego zdobył niemiecki Neuer Markt, który po okresie spektakularnego rozwoju doświadczył równie szybkiego regresu.

Wśród zasadniczych przyczyn takiego ukształtowania krzywej życia Neuer Markt wskazuje się na czynniki koniunkturalne, tj. bańkę spekulacyjną na rynku akcji na końcu ubiegłego wieku²¹. Pierwszy okres funkcjonowania Neuer Markt (1997-2000) przypadł na czas znaczącego wzrostu zainteresowania inwestorów spółkami z sektora nowych technologii na światowych rynkach kapitałowych. Przełożyło się to istotnie na wyceny spółek z tych branż. Przewartościowanie akcji w ramach IPO sprawiało, że kadra zarządzająca debiutujących spółek zamiast koncentrować się na budowaniu wartości dla wszystkich akcjonariuszy podejmowała działania motywowane wyłącznie osobistym interesem (tj. *consumption on the job*, budowanie imperiów, podejmowanie nadmiernego ryzyka czy wręcz defraudacja aktywów). Po początkowym szoku płynnościowym spółki zarządzane w taki sposób osiągały gorsze od oczekiwanych rezultaty ekonomiczne, a w wielu przypadkach bankrutowały²². Do końca 2002 r. liczba niewypłacalnych spółek na Neuer Markt sięgnęła 46.

Oprócz czynników zewnętrznych (koniunkturalnych) wśród przyczyn niepowodzenia projektu Neuer Markt upatruje się również w polityce Deutsche Börse przy kształtowaniu segmentu oraz w regulacjach rynku kapitałowego. W celu zdobycia liczącej się pozycji przez Neuer Markt wśród europejskich rynków alternatywnych, za priorytet przyjęto wprowadzenie możliwie największej liczby spółek do obrotu w nowym segmencie w krótkim czasie. W literaturze wskazuje się, że początkowo obowiązki spółek i ich egzekwowanie, a także kryteria dopuszczenia do obrotu były zbyt łagodne w kontekście podwyższonego ryzyka związanego z działalnością młodych spółek. Stopniowe zaostrzenie przepisów zapoczątkowane wraz z pojawieniem się pierwszych symptomów kryzysu (skandali korporacyjnych, upadłości) odniosło efekt przeciwny do zamierzonego. Uczestnicy rynku otrzymali bowiem sygnał potwierdzający strukturalny problem Neuer Markt, co doprowadziło do spadku wiarygodności całego segmentu. Do kryzysu Neuer Markt przyczyniły się również słabości instytucji okołorynkowych:

²¹ H.P. Burghof, A. Hunger: Op. cit., s. 22.

²² U. Kalckreuth, L. Silbermann: *Bubbles and Incentives: A Post-mortem of the Neuer Markt in Germany*. Discussion Paper, Series 1: Economic Studies, No. 15/2010, Deutsche Bundesbank.

nieefektywność audytorów badających sprawozdania finansowe notowanych spółek i analityków wydających rekomendacje inwestycyjne, a także konflikty interesów wśród banków zaangażowanych kapitałowo i usługowo na Neuer Markt.

Bibliografia

- Bank for International Settlements: Payment systems in Germany. Committee on Payment and Settlement Systems, Redbook, 2003. <http://www.bis.org/cpss/paysys/GermanyComp.pdf>
- Bode Ch.: *Anlegerschutz und Neuer Markt – eine empirische Untersuchung des Publizitätsverhaltens ausgewählter Unternehmen des Neuen Marktes*. „Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft” 2006.
- Burghof H.P., Hunger A.: *Access to Stock Markets for Small and Medium Sized Growth Firms: The Temporary Success and Ultimate Failure of Germany's Neuer Markt*, 2003. <http://papers.ssrn.com>
- Deutsche Börse: Fact Book 1997. Zahlen zur Deutschen Börse, ca 1998. www.deutsche-boerse.com
- Deutsche Börse: Fact Book 1998, ca 1999. www.deutsche-boerse.com
- Deutsche Börse: Fact Book 1999, ca 2000. www.deutsche-boerse.com
- Deutsche Börse: Fact Book 2000, ca 2001. www.deutsche-boerse.com
- Deutsche Börse: Kapitalmarkt und Deutschland. Erfolge und Herausforderungen. White Paper, ca 2004. www.deutsche-boerse.com
- Deutsches Aktieninstitut: Zahl der Aktionäre in Deutschland – Gesamtdeutschland. www.dai.de
- Hauser S.E.: *Informationsverarbeitung am Neuen Markt: Eine empirische Analyse der Determinanten von Kursreaktionen auf Ad-hoc-Meldungen*. Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2003.
- Kalckreuth U., Silbermann L.: *Bubbles and Incentives: A Post-mortem of the Neuer Markt in Germany*. Discussion Paper, Series 1: Economic Studies, No. 15/2010, Deutsche Bundesbank.
- Klindworth H.: *Rationale Spekulation? Über die Krise des Neuen Marktes und dessen öffentliche Verarbeitung. Dissertation zur Erlangung des Grades Dr. phil.*, Otto-Suhr-Institut für Politikwissenschaft der Freien Universität, Berlin 2008.
- Vitols S.: *Frankfurt's Neuer Markt and the IPO Explosion: is Germany on the Road to Silicon Valley?* „Economy and Society” 2001, Vol. 30, No. 4.
- Wong S.: *Comparing the Chinese and German Capital Markets: Do Informal Institutions Jeopardize Formal Institutional Supremacy?* Governance in Asia Research Centre, 2006. http://regulation.upf.edu/bath-06/12_Wong.pdf

**DEVELOPMENT OF ALTERNATIVE STOCK MARKET
IN GERMANY – THE CASE OF NEUER MARKT**

Summary

The paper presents an analysis of alternative stock market development in Germany in the years 1997-2003 on the example of Neuer Markt at Deutsche Börse. Special focus have been placed on depicting factors leading to formation of Neuer Markt and its position within the German capital market. The author presents consequences of establishing Neuer Markt for development of the German stock market. Lastly, reasons for ultimate failure of Neuer Markt project are discussed.