

Jochen Gutzy / Michael Märzheuser

Benchmark-Studie Ad-hoc-Publizität 2003: Informationspolitik börsennotierter Unternehmen auf dem Prüfstand¹⁾

I. Einleitung

In der aktuellen Vertrauenskrise an den Finanzmärkten erleben traditionelle Werte wie Glaubwürdigkeit und Wahrhaftigkeit eine Renaissance. Damit kommt der Ad-hoc-Publizität eine Schlüsselrolle für die Kursentwicklung zu. Dies beinhaltet Chancen und Risiken für die Investor Relations-Arbeit. Welche Anforderungen stellt die Financial Community an die Informationspolitik der Emittenten? Welche Möglichkeiten haben die Unternehmen, um verloren gegangenes Vertrauen von Analysten und Asset Managern zurückzugewinnen?

Die „Benchmark-Studie Ad-hoc-Publizität 2003“ zeichnet ein umfassendes Bild der Ad-hoc-Publizitätspraxis deutscher und österreichischer Emittenten. Neben der Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität durch die Emittenten wird die Einschätzung der Financial Community zu der Qualität der Informationspolitik untersucht. Somit kann der internen Einschätzung der Unternehmen die externe Beurteilung durch Analysten und Fondsmanager gegenübergestellt werden. Wie die Ergebnisse zeigen, bestehen teilweise erhebliche Diskrepanzen zwischen Selbst-

und Fremdbild der Unternehmen. Auf diese Weise lassen sich konkrete Anhaltspunkte für eine kapitalmarktorientierte Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität gewinnen.

II. Grundlagen

1. Regelungsbereich und Zielsetzungen der Ad-hoc-Publizität

Transparenz ist für die Funktionsfähigkeit und die Effizienz eines Kapitalmarkts von übertragender Bedeutung. Nur wenn die Marktbeteiligten darauf vertrauen können, schnell, umfassend und fair über alle Ereignisse im Bereich der Unternehmen, die sich auf die Kursentwicklung der Wertpapiere auswirken können, informiert zu werden, können sie fundierte Anlageent-

Dipl. Oec. Jochen Gutzy und Michael Märzheuser, M.A., sind Gesellschafter der unabhängigen Kommunikationsberatung Märzheuser/Gutzy Gesellschaft für Wirtschaftsmedienberatung in München.

¹⁾ Die „Benchmark-Studie Ad-hoc-Publizität 2003“ wurde von euro adhoc, dem Ad-hoc-Publizitätsservice des dpa-Tochterunternehmens news aktuell durchgeführt. Mit der wissenschaftlichen Planung sowie mit der Erhebung und Auswertung der Daten wurde die unabhängige Kommunikationsberatung Märzheuser/Gutzy Gesellschaft für Wirtschaftsmedienberatung, München, beauftragt. Eine kostenfreie Kurzfassung der Studie kann unter www.news-aktuell.de abgerufen werden.

scheidungen treffen. Ein Kernbereich des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) ist deshalb die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität.

Nach § 15 WpHG sind Emittenten von Wertpapieren, die an einer inländischen Börse zum Amtlichen Handel oder Geregelten Markt zugelassen sind, dazu verpflichtet, alle neuen Tatsachen, die in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten sind und die – wegen ihrer Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten – geeignet sind, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen oder – im Fall zugelassener Schuldverschreibungen – die Fähigkeit des Emittenten, seinen Verpflichtungen nachzukommen, beeinträchtigen können, unverzüglich zu veröffentlichen.

Die Ad-hoc-Publizität ergänzt die „Regelpublizität“ in Gestalt der handelsrechtlichen Rechnungslegung und der obligatorischen Zwischenberichterstattung. Ziel der Ad-hoc-Publizität ist es, durch eine zeitnahe und gleichmäßige Unterrichtung des Markts einen gleichen Informationsstand der Marktteilnehmer zu fördern. Dadurch soll die Bildung unangemessener Börsenpreise verhindert werden. Der Gesetzgeber hat die Ad-hoc-Publizitätspflicht aber auch als eine Präventivmaßnahme gegen den Missbrauch von Insiderwissen angelegt. Die Offenlegung einer Insider Tatsache im Wege der Ad-hoc-Publizität nimmt dieser die Rechtsqualität einer Insider Tatsache und entzieht damit dem Insiderhandel den Boden²⁾.

2. Bisherige Erfahrungen mit der Ad-hoc-Publizität in Deutschland

Das Urteil über die Meldepraxis muss siebeneinhalb Jahre nach der Neuregelung der Pflichtpublizität durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz geteilt ausfallen. Zwar wurden die gesetzgeberischen Ziele gemessen an der Zahl der Ad-hoc-Meldungen vordergründig erreicht. Doch bei näherer Betrachtung erfüllt nicht jede Pflichtmitteilung die gesetzlichen Voraussetzungen des § 15 WpHG. Während unter der Rechtslage des Börsengesetzes alter Fassung zwischen 1963 und 1994 insgesamt gerade einmal sechs Ad-hoc-Meldungen veröffentlicht wurden, ließen die inländischen Emittenten 1995, dem Jahr, in dem die Neuregelung der Ad-hoc-Publizität in Kraft trat, bereits 991 Pflichtmitteilungen verbreiten. Den bisherigen Höchststand meldete das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe), die Vorläuferbehörde der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), im Jahr 2000 mit 5057 Ad-hoc-Meldungen.

Wertete das BAWe/BaFin diese Entwicklung zu Anfang noch als „erfreuliches Indiz für die zunehmende Transparenz des deutschen Aktienmarkts“³⁾, so übte die Aufsichtsbehörde im Jahresbericht für das Jahr 1998 erstmals deutliche Kritik an dem Publizitätsverhalten der Emittenten⁴⁾. Dabei wurde die Befürchtung geäußert, dass sich der Missbrauch der Ad-hoc-Publizität zur Öffentlichkeitsarbeit im Hinblick auf die gesetzgeberischen Ziele einer verbesserten Transparenz und Informationseffizienz der Märkte als kontraproduktiv erweisen könnten.

In der Folge versuchte die Finanzmarktaufsichtsbehörde die Emittenten durch Wohlverhaltensappelle und verstärkte Ahndung von Missständen zu disziplinieren. Eingeschränkt wurde der Missbrauchsspielraum zudem durch das am 1. 7. 2002 in Kraft getretene „Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland“ (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, 4. FMFG). Das 4. FMFG brachte einige Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes mit sich, darunter Vorschriften zum Gebrauch von Kennzahlen in Ad-hoc-Meldungen. Im Rahmen des neu eingefügten Abschnitts 7 WpHG wurden mit §§ 37b und 37c WpHG zudem zwei selbstständige Anspruchsgrundlagen für Anleger geschaffen, die bei Wertpapiergeschäften, die im Vertrauen auf die Einhaltung der Ad-hoc-Publizität vorgenommen werden, durch eine unterlassene oder verspätete Veröffentlichung oder eine unrichtige Behauptung kursrelevanter Tatsachen durch den Emittenten einen finanziellen Schaden erlitten haben.

III. Forschungsdesign der Studie

1. Konzeption und Methodik

In die dem Beitrag zugrunde liegende Studie wurden die Unternehmen des Prime Standards der Frankfurter Wertpapierbörse, die den neu strukturierten bzw. neu geschaffenen Auswahlindizes Dax, MDax, TecDax und SDax angehören, und die Unternehmen des Prime Markets der Wiener Börse einbezogen. Um verzerrende Effekte, die aus dem Sonderstatus ausländischer Emittenten („Auslandsemittentenprivileg“) resultieren können, auszuschließen, wurden nur Unternehmen mit Sitz im Inland berücksichtigt. Insgesamt wurden somit 149 Unternehmen mit Listing an der Frankfurter Wertpapierbörse sowie 37 Unternehmen mit Listing an der Wiener Börse in die Studie einbezogen.

Die Datenerhebung erfolgte über eine strukturierte Inhaltsanalyse der von den in die Studie einbezogenen Unternehmen veröffentlichten Ad-hoc-Mitteilungen, eine Analyse des Internetauftritts der Unternehmen und eine standardisierte Online-Befragung der Investor Relations-Verantwortlichen der Unternehmen sowie von deutschen und österreichischen Financial Professionals.

Auf eine getrennte Auswertung der Erhebungsdaten nach Herkunftsländern wurde verzichtet. Zum einen ist das Kapitalmarktrecht an beiden Finanzplätzen stark von dem Europäischen Gemeinschaftsrecht geprägt. Die rechtlichen Rahmenbedingungen weisen daher keine nationalen Besonderheiten auf, die eine Auswertung der Daten nach Ländern notwendig machen würden. Zum anderen ist mit Blick auf die Zielgruppe der Ad-hoc-Publizität – die Financial Community („Bereichsöffentlichkeit“) – davon auszugehen, dass die Branchenzugehörigkeit eines Unternehmens mit der Schaffung einer einheitlichen Währung gegenüber dem Herkunftsland als Anlagekriterium an Bedeutung gewonnen hat.

2) Kümpel, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 2. Aufl. 1997, S. 346 ff.

3) Wittich, AG 1997 S. 5.

4) BAWe/BAFin, Jahresbericht 1998, S. 24.

2. Repräsentativität und Validität

Auf Unternehmensseite beteiligten sich 55 Investor Relations-Verantwortliche. Dies entspricht einem Rücklauf von 30%. Die Emittenten, die an der Studie teilgenommen haben, spiegeln sowohl in Bezug auf die Branchen- und Indexzugehörigkeit als auch hinsichtlich der Marktkapitalisierung weitgehend die in die neue Indexstruktur einbezogenen Unternehmen des Prime Standards der Frankfurter Wertpapierbörse und die Unternehmen des Prime Markets der Wiener Börse wider. Darüber hinaus wurden 1250 zufällig ausgewählte Finanzanalysten und Portfolio Manager aus 115 Institutionen sowie 150 private Vermögensverwalter zur Teilnahme an der Online-Befragung eingeladen. Beteiligt haben sich 70 Finanzinstitutionen; dies entspricht einer Rücklaufquote von 26%.

Um die Validität der abgegebenen Antworten beurteilen zu können, wurde nach der Stellung der Probanden in dem jeweiligen Unternehmen gefragt. 40% der Teilnehmer auf Unternehmensseite gehören der zweiten Führungsebene (Bereichsleitung Investor Relations bzw. Public Relations) an. Die Hälfte der Probanden ist als Investor Relations- bzw. Public-Relations Manager tätig. Auf Seiten der Financial Community ist gut die Hälfte der Probanden als Finanzanalyst tätig, ein Drittel der Befragten als Portfolio Manager. Ein Zehntel der Probanden gab als Beruf „Vermögensverwalter“ an.

IV. Meldepraxis am Finanzplatz Deutschland

Im Jahr 2002 erhielt die BaFin insgesamt 4491 Ad-hoc-Meldungen. Davon stammten 3781 Pflichtmitteilungen von Emittenten mit Sitz im Inland und 710 von ausländischen Emittenten. Damit sank die Zahl der verbreiteten Ad-hoc-Mitteilungen bereits zum zweiten Mal in Folge (vgl. Abb. 1)⁵⁾.

Die in die Studie einbezogenen Unternehmen haben im vergangenen Jahr 919 Pflichtmitteilungen veröffentlicht. Davon entfielen drei Viertel der Ad-hoc-Meldungen auf deutsche (77%) und ein Viertel auf österreichische Emittenten (23%). Im Durchschnitt ließen die in die Untersuchung einbezogenen deutschen Emittenten 4,7 Meldungen verbreiten, österreichische Emittenten veröffentlichten im Durchschnitt 5,8 Meldungen. Auffällig ist die hohe Bandbreite bei der Meldeintensität. Sie reicht bei den deutschen Unternehmen von 0 bis 19 und bei den österreichischen Unternehmen von 0 bis 16 Ad-hoc-Meldungen (vgl. Tab. 1).

Unternehmen	Index	Zahl der verbreiteten Ad-hoc-Meldungen
Mobilcom	TecDax	19
Deutsche Telekom	Dax	16
Beru	MDax	13
DAB Bank	SDax	13
FJA	TecDax	13

Tab. 1: Die meldefreudigsten Unternehmen am Finanzplatz Deutschland (2002)

Bei der Analyse der Veröffentlichungspraxis nach Indexgruppen und Branchen lassen sich

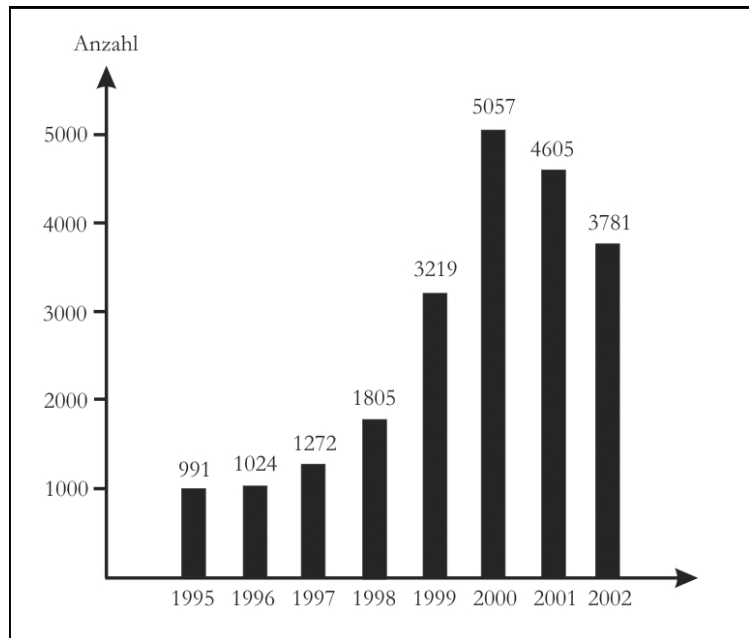


Abb. 1: Ad-hoc-Mitteilungen inländischer Emittenten

keine signifikanten Unterschiede feststellen. Eine Ausnahme bilden die Unternehmen der Finanzdienstleistungs- sowie der Software-/Telekommunikationsbranche, die eine etwas höhere Meldeintensität aufweisen als der Gesamtmarkt. Die Ursache hierfür dürfte in den spezifischen Strukturproblemen, mit denen diese Branchen im letzten Jahr konfrontiert waren, zu suchen sein. Insgesamt legen die Ergebnisse der Inhaltsanalyse aber den Schluss nahe, dass die Ursachen für beobachtete Unterschiede in der Informationspolitik primär auf der Ebene des einzelnen Unternehmens zu suchen sind.

Bei den veröffentlichten Inhalten dominierten im vergangenen Jahr erneut die Meldungen zu Periodenergebnissen. Während aber der Anteil der Ad-hoc-Meldungen zu Sachverhalten aus dem Bereich der Regelpublizität bislang zwischen 31% (1997 und 2000) und 47% (1996) lag, überstieg der Wert im vergangenen Jahr erstmals die 50-Prozent-Schwelle. 53% der von den in die Untersuchung einbezogenen deutschen Emittenten verbreiteten Pflichtmitteilungen bezogen sich auf Sachverhalte aus dem Bereich der Regelpublizität⁶⁾. Die Analyse legt dem Schluss nahe, dass im Jahr 2002 – unter dem Druck des ungünstigen Kapitalmarktumfelds – häufiger als in der Vergangenheit vorläufige Geschäftszahlen veröffentlicht wurden. Dadurch kommt es bei einer größeren Zahl von Unternehmen zu Mehrfachveröffentlichungen desselben Sachverhalts.

In diesen Kontext ist auch der hohe Anteil von Meldungen, die mit Geschäftsprognosen oder Terminankündigungen nicht ad-hoc-publizitätspflichtige Sachverhalte enthalten, einzuordnen. 37% der von den in die Studie einbezogenen deutschen Emittenten verbreiteten Ad-hoc-Mitteilungen enthalten eine Aussage über die künf-

5) BAWe/BAFin, Jahresbericht, verschiedene Jahrgänge.

6) Der auf Basis der Meldedaten der BaFin für das Jahr 2002 errechnete Referenzwert für die Gesamtzahl der inländischen Emittenten liegt bei 54%.

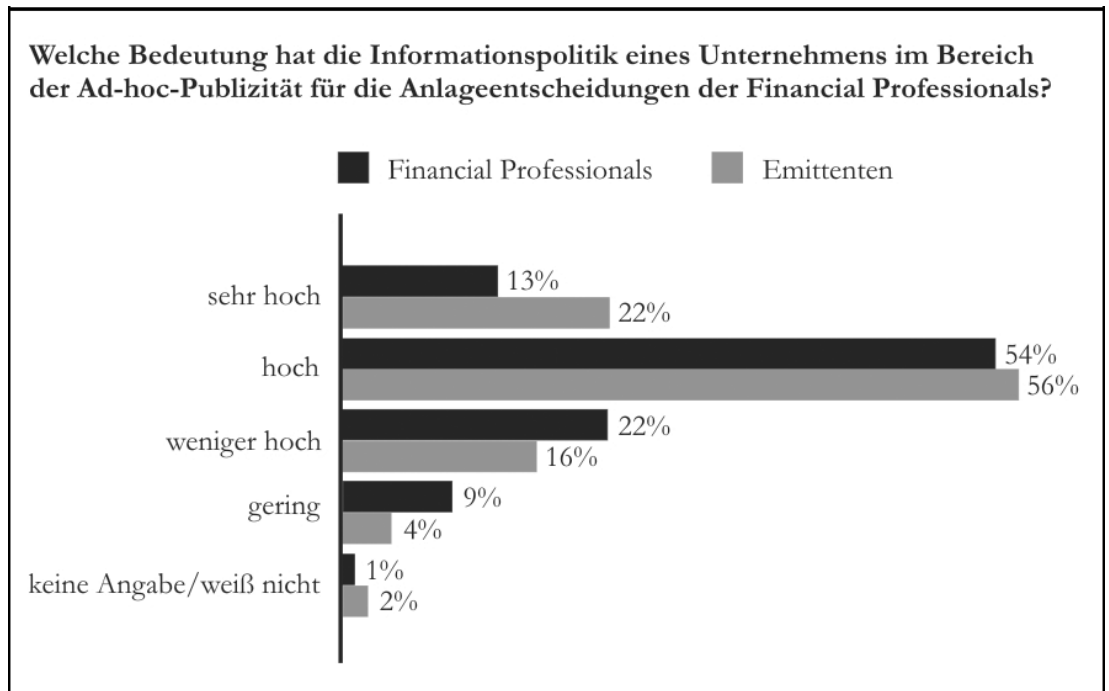


Abb. 2: Entscheidungsrelevanz der Ad-hoc-Publizität

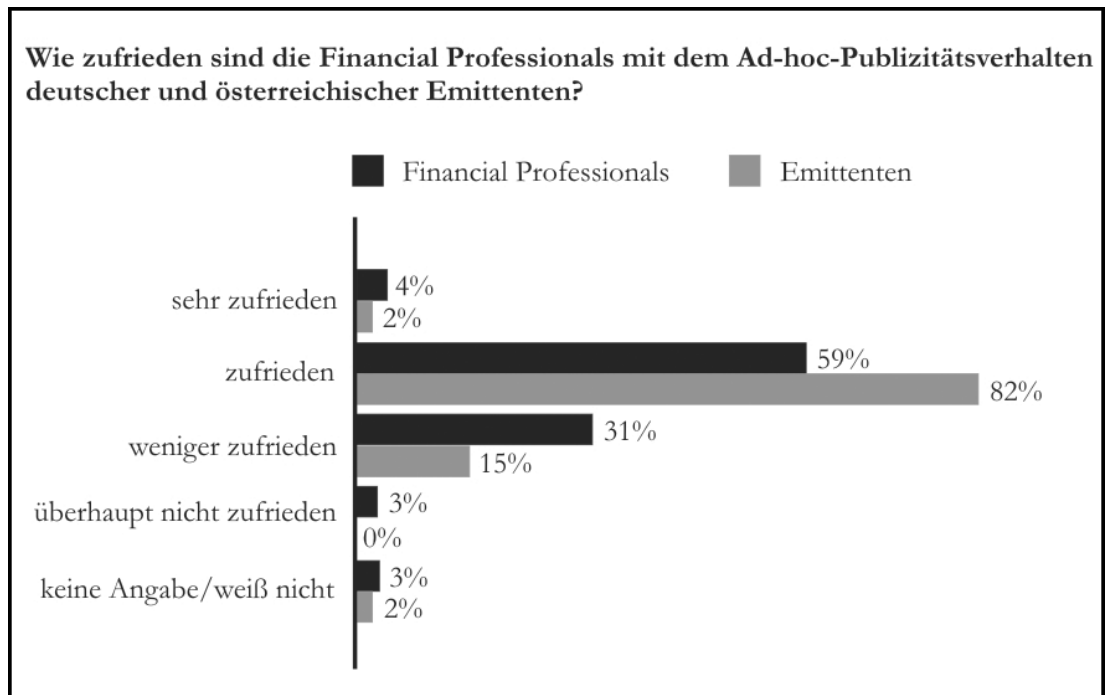


Abb. 3: Informationspolitik im Urteil der Financial Community

tige Geschäftsentwicklung, 13% die Ankündigung eines Investoren- oder Pressetermins. Dagegen fällt der Anteil der Pflichtmitteilungen mit wörtlichen Zitaten (4%) oder Unternehmensprofilen (3%) – Sachverhalten also, deren Veröffentlichung von der BaFin in der Vergangenheit ebenfalls als „Missstand“ eingestuft wurden – gering aus.

V. Informationspolitik im Urteil der Financial Community

Eine in der aktuellen Diskussion häufig geäußerte Befürchtung ist, dass der Missbrauch der Ad-hoc-Publizität das Vertrauen der Marktakteure in dieses Instrument der Informationspolitik erodiert haben könnte. Diese These konnte je-

doch durch die Studie nicht bestätigt werden. So meinen insgesamt zwei Drittel der befragten Investmentprofis, dass die Ad-hoc-Publizität eine „sehr hohe“ (13%) bis „hohe Bedeutung“ (54%) hat. Immerhin ein Drittel der befragten Financial Professionals stufte die Bedeutung der Ad-hoc-Publizität für die eigenen Anlageentscheidungen als „weniger hoch“ (22%) oder als „gering“ ein (9%).

Nach wie vor scheint die Ad-hoc-Publizität bei der Offenlegung kapitalmarktrelevanter Informationen eine Sonderrolle zu haben. So messen 61% der befragten Investmentprofis Ad-hoc-Meldungen ein höheres Gewicht bei als Pressemitteilungen. Immerhin die Hälfte der Analysten und Fondsmanager misst Ad-hoc-Meldungen bei

Anlageentscheidungen einen „höheren“ (14%), zumindest aber „denselben Stellenwert“ (39%) bei wie Quartals- bzw. Zwischenberichten.

Insgesamt zeigten sich knapp zwei Drittel der befragten Financial Professionals „zufrieden“ (59%) oder sogar „sehr zufrieden“ (4%) mit der Meldepraxis der Emittenten. Kritik übten die Investmentprofis vor allem an der Informationspolitik, die sich an die Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung anschließt. So zeigte sich immerhin jeder zweite Investmentprofi „weniger zufrieden“ (42%) oder „überhaupt nicht zufrieden“ (6%) mit der Bereitstellung von Zusatzinformationen. Zudem sah die Hälfte der Analysten und Fondsmanager Verbesserungsbedarf bei der Erreichbarkeit des Top-Managements an Tagen, an denen eine Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht wird.

VI. Umsetzung der Ad-hoc-Publizität durch deutsche Emittenten

Die Pflicht zur unverzüglichen Offenlegung von potenziell kursbeeinflussenden Sachverhalten trifft die Emittenten von Wertpapieren. Kein Bereich der Unternehmenskommunikation unterliegt einer vergleichbaren Dichte von gesetzlichen Regelungen. Zeitpunkt und Form der Veröffentlichung sind ebenso geregelt wie Inhalt und Umfang einer Ad-hoc-Meldung. Hinzu kommen die Bedürfnisse der Financial Community. Damit stellt die Ad-hoc-Publizität besonders hohe Anforderungen an das Kommunikationssystem der Emittenten. Um einen Eindruck davon zu gewinnen, wie die Unternehmen auf die Anforderungen vorbereitet sind, wurde nach organisatorischen Vorkehrungen und Controlling-Systemen im Bereich der Ad-hoc-Publizität gefragt.

Die Ergebnisse legen den Schluss nahe, dass die Ad-hoc-Publizität in den Unternehmen den Rang eines operativen Kommunikationsinstruments hat, während die strategische Bedeutung für die Kursentwicklung ausgeblendet wird. So ist nur bei jedem zweiten Unternehmen mindestens ein Vorstand direkt in die Erfüllung der Ad-hoc-Publizitätspflicht eingebunden ist (46%). Bei knapp drei Viertel der befragten Unternehmen trägt die „Bereichsleitung Investor Relations“ wenigstens eine Mitverantwortung für die Umsetzung der Pflichtpublizität (71%). Auffällig ist, dass nicht einmal jedes zehnte befragte Unternehmen über einen Ad-hoc-Publizitätsausschuss verfügt (7%).

Ein überraschendes Bild ergab auch die Frage nach unternehmensinternen Leitlinien im Bereich der Ad-hoc-Publizität. Obwohl Verstöße gegen die gesetzlichen Vorschriften empfindliche Sanktionen sowie nicht unerhebliche Imageschäden nach sich ziehen können, verfügen nur 17% der befragten Unternehmen über verbindliche, schriftlich fixierte Grundsätze, zwei Drittel haben die Umsetzung der Ad-hoc-Publizität nicht näher geregelt (68%).

Bei den Unternehmen, die über Ad-hoc-Richtlinien verfügen, stehen organisatorische Aspekte – wie der Verbreitungsweg (19%) oder die Frage der organisatorischen Verankerung der

Ad-hoc-Publizität (17%) – im Mittelpunkt. Dagegen finden strategische Aspekte – wie die Erreichbarkeit des Top-Managements an Tagen, an denen eine Ad-hoc-Meldung veröffentlicht wird (7%), oder Kommunikationskonzepte für eine zielgruppenspezifische Nachbereitung von Ad-hoc-Mitteilungen (2%) praktisch keine Berücksichtigung.

Ein gewisser Nachholbedarf scheint auch bei der Erfolgsmessung zu bestehen. Als IR-Controlling-Instrument dominiert das „Feedback-Gespräch mit Analysten bzw. Asset Managern“. 73% der befragten Emittenten gaben an, dieses Instrument für die laufende Kontrolle und Verbesserung der Informationspolitik zu nutzen. Ein Drittel der befragten Unternehmen führt „Ereignisstudien zur Analyse der Kursreaktion“ durch (29%), ein Viertel der befragten Unternehmen vertraut auf das Instrument der „Medienresonanzanalyse“ (24%). Immerhin jedes zehnte Unternehmen gibt an, „Perception Studies“ durchzuführen (11%).

VII. Perspektiven für den Finanzplatz Deutschland

Im letzten Teil der Online-Befragung wurden einige Vorschläge aufgegriffen, die die aktuelle Diskussion über die Vertrauenskrise an den Finanzmärkten beherrschen. Die Teilnehmer hatten die Gelegenheit, pauschal ihre Zustimmung bzw. Ablehnung zu den Vorschlägen zum Ausdruck zu bringen.

Ein überwiegend positives Echo – jedenfalls bei den Investmentprofis – löste der Vorschlag aus, Ad-hoc-Meldungen analog zu dem in den USA üblichen Instrument des „Current Report“ (Form 8-K) in weitgehend standardisierter Form zu veröffentlichen. 57% der befragten Analysten und Asset Manager stimmten diesem Vorschlag zu, nur 7% lehnten ihn ab. Noch unentschlossen zeigten sich dagegen die Unternehmen. Jeweils knapp ein Viertel der befragten IR-Verantwortlichen zeigte sich zustimmend (23%) bzw. ablehnend (23%). Fast die Hälfte der befragten Unternehmensvertreter gab an, die Meinungsbildung sei noch nicht abgeschlossen (47%).

Positiv wurde auch der Vorschlag aufgenommen, Emittenten dazu zu verpflichten, in einer Ad-hoc-Meldung darzulegen, welche konkreten Auswirkungen ein publizitätspflichtiger Sachverhalt auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Unternehmens hat. Immerhin vier Fünftel der Investmentprofis (80%) und die Hälfte der Investor Relations-Verantwortlichen (51%) stimmten diesem Vorschlag zu. Nur bei jedem zehnten Financial Professional (12%) und bei jedem fünften IR-Profi (19%) traf der Vorschlag auf Ablehnung.

Gespalten zeigten sich die Financial Community auf der einen und die Unternehmen auf der anderen Seite dagegen in der Frage nach einer Einführung einer unmittelbaren persönlichen Haftung von Vorständen und Aufsichtsräten bei Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizität. Annähernd zwei Drittel der befragten Financial Professionals begrüßten diesen Vorstoß (63%), ein Viertel lehnte ihn dagegen ab (24%). Anders das

Stimmungsbild auf der Unternehmensseite. Nur ein Viertel der befragten IR-Verantwortlichen kann sich mit dem Vorschlag anfreunden (24%), ein Drittel der Befragten zeigte sich ablehnend (34%). Ein Drittel der befragten IR-Verantwortlichen zeigte sich noch unentschlossen (32%).

VIII. Zusammenfassung

Die Ergebnisse der im Rahmen der vorliegenden Studie durchgeführten Inhaltsanalyse der Ad-hoc-Mitteilungen aus dem Jahr 2002 legen den Schluss nahe, dass der Rückgang des Meldeaufkommens zu gleichen Teilen Ausdruck einer veränderten Informationspolitik der Unternehmen, der Verschärfung der kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen sowie einer konsequenteren Ahndung von Missbrauchsfällen ist. Darüber hinaus dürfte der erneute Rückgang des Meldeaufkommens aber auch ein Spiegelbild der wirtschaftlichen Situation sein, die im vergangenen Jahr wenig Anlass zu Meldungen mit potenziell positiven Kursreaktionen gab. Nicht zuletzt ist die rückläufige Zahl der verbreiteten Ad-hoc-Mitteilungen auch Ausdruck der – infolge von Insolvenzen, Übernahmen, Fusionen und Delistings – gesunkenen Zahl an Emittenten, die der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität un-

terliegen. Spätestens an diesem Punkt wird deutlich, dass die Ad-hoc-Meldestatistik untrennbar mit dem Aufstieg und dem Fall des Neuen Marktes verknüpft ist.

Doch auch wenn die Fortschritte bei der Ad-hoc-Publizitätspraxis nicht zu übersehen sind: Folgt man den Ergebnissen der vorliegenden Studie, so haben die Unternehmen bei der Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität noch einen erheblichen Spielraum für Verbesserungen. Die gegenwärtige Vertrauenskrise bietet die Chance, sich durch eine offensive Informationspolitik von den Unternehmen der „Peer Group“ abzuheben. Auf keinen Fall sollten die Bemühungen um eine Verbesserung der Transparenz aber dazu verleiten, den Erfolg der Investor Relations-Arbeit an der Zahl der verbreiteten Ad-hoc-Mitteilungen zu messen. Gelingt es nämlich, die Erwartungen der Financial Community in die richtige Richtung zu steuern, so verringert dies die Wahrscheinlichkeit positiver wie auch negativer Überraschungen. Folgt man den Erkenntnissen der modernen Kapitalmarkttheorie, so dürfte damit – von externen Schocks einmal abgesehen – die Notwendigkeit eine Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen, in so manchem Fall schlichtweg entfallen.