

Ad hoc-Publizität

Das ungeliebte Kind der Investor Relations

von Jochen Gutzy



Jochen Gutzy ist Geschäftsführer der Capayon IR GmbH.

Die Ad hoc-Publizität ist das ungeliebte Kind der Investor Relations. Keiner mag sie – jedenfalls nicht in der gegenwärtig praktizierten Form – aber keiner will auf sie verzichten. Der Grund: Für fundierte Anlageentscheidungen sind private und institutionelle Investoren auf richtige und zeitnahe Informationen angewiesen. Eine echte Herausforderung für IR-Manager. Denn die Ad hoc-Praxis vollzieht sich im Spannungsfeld zwischen dem Informations-

bedarf der Financial Community, dem Selbstdarstellungsbedürfnis des eigenen Unternehmens und den Anforderungen des Gesetzgebers.

Veröffentlichung kursrelevanter Tatsachen

Die Pflicht zur Ad hoc-Publizität ist im dritten Abschnitt des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) geregelt. § 15 WpHG schreibt Emittenten vor, kurserhebliche Tatsachen in einem streng normierten Verfahren zu veröffentlichen. Die Meldepflicht trifft alle Unternehmen, deren Wertpapiere an einer inländischen Börse zum Amtlichen Handel oder am Regelmäßigen Markt zugelassen sind. Das vorrangige Ziel der Ad hoc-Publizität besteht in der Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes. Sie soll die Bildung fundamental nicht gerechtfertigter Börsenpreise durch eine wahre, zeitnahe und gleichmäßige Unterrichtung des Publikums verhindern. Zugleich hat der Gesetzgeber die Ad hoc-Publizität als insiderrechtliche Präventivmaßnahme konzipiert. Die Idee: Die Veröffentlichung einer kursrelevanten Tatsache nimmt dieser die Rechtsqualität des Insiderbestands und entzieht dem Insiderhandel den Boden.

Ad hoc-Publizität zum Schutz der Anleger

Erst in zweiter Linie dient die Ad hoc-Publizität dem Anlegerschutz. Individuellen Schadenersatzforderungen schiebt § 15 Abs. 6 WpHG jedoch einen Riegel vor. Durch die Entkopplung des Transparenzgebots vom individuellen Anlegerschutz soll verhindert werden, daß Unternehmen zur Abwehr von Klagen eine Befreiung von der Meldepflicht geltend machen und die Transparenzvorschriften aushebeln. Gemessen an der Zahl der Pflichtmeldungen wurde das gesetzgeberische Ziel zwar erreicht. 5.700 Ad hoc-Mitteilungen – fast doppelt so viele wie im Vorjahr – liefen im Jahr 2000 über die Ticker der Nachrichtenagenturen. Angesichts der Meldepraxis mehrten sich aber die Forderungen nach einer Verschärfung des zivil- und strafrechtlichen Rahmens, um den Mißbrauch der Ad hoc-Publizität als PR-Instrument einzudämmen und schwerwiegenden Verstößen vorzubeugen. Besonders häufig erliegen gering kapitalisierte Unternehmen, die nicht auf der Watchlist institutioneller Investoren stehen, der Versuchung, den Kurs ihrer Aktie über Ad hoc-Mitteilungen zu „pushen“. Dabei wird übersehen, daß die Qualität der Investor Relations-Arbeit gerade bei Small Caps eine hohe Bedeutung als Anlagekriterium hat. Um diesem Dilemma zu entgehen, müssen sich die Unternehmen von der Fixierung auf die Ad hoc-Publizität lösen. Den regelmäßigen Dialog mit der Financial Community kann die Meldepflicht ohnehin nicht ersetzen.

Fehlinterpretation der Kapitalmarktteilnehmer

Eine Mitverantwortung für die „Ad hoc-Flut“ trifft die professionellen Kapitalmarktteilnehmer, deren Anforderungen an das Meldeverhalten der Emittenten über die gesetzlichen Vorgaben hinausgehen. So begründen Jahres- und Zwischenabschlüsse an sich nur dann eine Meldepflicht, wenn das wirtschaftliche Ergebnis erheblich vom Vergleichswert der Vorperiode bzw. den Prognosen für die laufende Periode abweicht. Doch häufig erwarten die Investment-Profis unabhängig vom Ergebnisbild die Veröffentlichung einer Ad hoc-Meldung. Bleibt diese aus, brodelt die Gerüchteküche und der Kurs gerät unter Druck. Verwerfungen zeigen sich in der Anwendungspraxis auch beim Zeitpunkt der Veröffentlichung. Eine Unsitte ist es, Negativmeldungen an handelschwachen Tagen zu veröffentlichen. Damit verspielt das Unter-

nehmen das Vertrauen der Investoren und riskiert, dafür zusätzlich abgestraft zu werden. Zum gewohnten Bild gehören auch auffällige Kursbewegungen im Vorfeld von Pflichtmitteilungen. Dabei dürfen kursrelevante Tatsachen vor der Herstellung der Bereichsöffentlichkeit nicht anderweitig verbreitet werden. Das Zuspieren von Vorabinformation an „Börsen-Gurus“ ist ebenso tabu wie eine Vorzugsbehandlung von Analysten. Sind Insiderfakten Gegenstand von Analysten-Meetings, ist zuvor eine Ad hoc-Meldung zu veröffentlichen, soweit die Voraussetzungen des § 15 WpHG erfüllt sind.



Massenpsychologisch verursachte Kursbewegungen

Schwierigkeiten bereitet in der IR-Praxis die Ermittlung der Kursrelevanz. Nach dem Willen des Gesetzgebers muß die Tatsache aufgrund der Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet sein, den Kurs der Wertpapiere „erheblich zu beeinflussen“. Entscheidend ist, ob ein rational handelnder Insider die Tatsache unter Berücksichtigung der normalen Schwankungsbreite des betreffenden Wertpapiers und der anfallenden Transaktionsgebühren als Anreiz für eine Order ansehen könnte. Indes, massenpsychologische Phänomene können zu erheblichen, fundamental nicht gerechtfertigten Kursbewegungen führen. Rational ist daher auch ein Handeln, das fernab fundamentaler Überlegungen auch das – möglicherweise nicht streng rationale – Verhalten der übrigen Marktteilnehmer ins Kalkül zieht.

Informationsvorsprung der Vorstände

Eine weitere Herausforderung für die Investor Relations-Arbeit ergibt sich daraus, daß die Mitglieder des Vorstands meist nicht unerheblich am Unternehmen beteiligt sind. Angesichts des Informationsvorsprungs der Manager-Investoren gegenüber den übrigen Anlegern und der objektiv gegebenen Möglichkeit, den Aktienkurs zu beeinflussen, ist Transparenz geboten, die über die gesetzlichen Mindestanforderungen hinausgeht. Regelbindungen des Managements helfen, die Erwartungen der Investoren zu stabilisieren. Ein Beispiel ist die Selbstverpflichtung, Aktientransaktionen von Organen nicht wie von der Deutschen Börse gefordert innerhalb von drei Tagen nach der Transaktion, sondern bereits im Vorfeld anzukündigen.

Fazit:

Letztlich ist eine Selbstbindung der Unternehmen wie auch der übrigen Kapitalmarktteilnehmer der einzige Ausweg aus der gegenwärtigen Vertrauenskrise. Der aktuelle Entwurf eines Verhaltenskodex für Analysten und Finanzjournalisten zielt daher in die richtige Richtung. Ähnliches ist auch für die Kommunikationsbranche denkbar. Noch fehlen ein klares Berufsbild des IR-Beraters und Standesrichtlinien, die für Transparenz auf dem deutschen Beratermarkt sorgen. Notwendig sind auch die Erweiterung des zivil- und strafrechtlichen Spielraums und die Schaffung einer starken Aufsichtsbehörde nach dem Vorbild der amerikanischen Wertpapieraufsicht SEC. Indes, ganz ohne den guten Willen der Kapitalmarktteilnehmer wird es wohl nicht gehen.