



MÄRZHEUSER | GUTZY
WIRTSCHAFTSMEDIENBERATUNG
MÜNCHEN | BERLIN

Ad-hoc-Dienstleister in Deutschland

Märzheuser | Gutzy Wirtschaftsmedienberatung . München | Berlin

Herausgeber **Märzheuser | Gutzy . München | Berlin**
Gesellschaft für Wirtschaftsmedienberatung (GbR)
Ludwigstraße 21 / Theresienstraße 6-8
80333 München

www.wirtschaftsmedienberatung.de

Autor der Studie **Jochen Gutzy**

gutzy@wirtschaftsmedienberatung.de
Telefon +49.(0)89.2 88 90-480
Telefax +49.(0)89.2 88 90-45

Co-Autoren **Michael Märzheuser**
Cornelia Glosauer

© Märzheuser | Gutzy Wirtschaftsmedienberatung . München | Berlin 2004

Inhalt

Geleitwort	1
Wesentliche Ergebnisse der Studie auf einen Blick	3
Hinweise für den Leser	5
1. Forschungsdesign der Studie	6
1.1 Konzeption und Methodik.....	6
1.2 Design der Fragebögen.....	6
1.3 Validität und Repräsentativität	7
2. Ad-hoc-Publizität als kapitalmarktrechtliche Publizitätspflicht	8
2.1 Normzweck der Ad-hoc-Publizität.....	8
2.2 Informationseffizienz von Kapitalmärkten	9
2.3 Der Prozess der Distribution von Finanzinformationen	11
2.4 Die Verbreitung von Ad-hoc-Mitteilungen	14
2.5 Der Markt für Ad-hoc-Dienstleister	16
3. Vergleich der Ad-hoc-Anbieter	20
3.1 Überblick	20
3.2 Wesentliche Ergebnisse des Anbietervergleichs	20
4. Ergebnisse der Emittentenbefragung	25
4.1 Überblick	25
4.2 Wesentliche Ergebnisse der Emittentenbefragung	25
4.3 Die Ad-hoc-Dienstleister im Urteil der Emittenten	32
5. Zusammenfassung	39
Service	40
Adressen der Ad-hoc-Dienstleister	40
Nützliche Weblinks.....	40
Verwendete Literatur	41

Verzeichnis der Abbildungen und Tabellen

Abb. 1.1	Indexstruktur der an der Studie beteiligten Unternehmen	7
Abb. 4.1	Vorteile elektronisch betriebener Informationsverbreitungssysteme...	26
Abb. 4.2	Bedeutung von Ad-hoc-Microsites	27
Abb. 4.3	Bedeutung optionaler Services für die Erfüllung gesetzlicher Publizitätspflichten im Bereich des Exchange Reporting Systems	28
Abb. 4.4	Bedeutung optionaler Services für die Erfüllung gesetzlicher Publizitätspflichten im Zusammenhang mit dem WpÜG.....	29
Abb. 4.5	Bedeutung optionaler Services für die Erfüllung gesetzlicher Publizitätspflichten im Zusammenhang mit Director's Dealings	30
Abb. 4.6	Bedeutung eines optionalen Services für die Verbreitung von Unternehmensnachrichten im Originaltext an die Medien	31
Abb. 4.7	Die Kundenbetreuung der Ad-hoc-Dienstleister im Urteil der Emittenten	32
Abb. 4.8	Die Web-Interfaces der Ad-hoc-Dienstleister im Urteil der Emittenten .	33
Abb. 4.9	Die Reichweite der Ad-hoc-Dienstleister bei Finanzanalysten und Fondsmanagern im Urteil der Emittenten.....	34
Abb. 4.10	Die Reichweite der Ad-hoc-Dienstleister bei den Medien und den Finanzportalen im Internet im Urteil der Emittenten	35
Abb. 4.11	Die Preispolitik der Ad-hoc-Dienstleister im Urteil der Emittenten.....	36
Abb. 4.12	Bewertung des Anbieterwettbewerbs zwischen den Ad-hoc-Dienstleistern durch die Emittenten	37
Abb. 4.13	Wechselbereitschaft der Emittenten in Bezug auf die Ad-hoc-Dienstleister.....	38
Tab. 2.1	Marktanteile der Ad-hoc-Dienstleister (2003 – 2004)	19
Tab. 3.1	Leistungsangebot und Preisstruktur der Ad-hoc-Dienstleister.....	21
Tab. 4.1	Bedeutung optionaler Services für die Erfüllung gesetzlicher Publizitätspflichten im Bereich des Exchange Reporting Systems	28
Tab. 4.2	Bedeutung optionaler Services für die Erfüllung gesetzlicher Publizitätspflichten im Zusammenhang mit dem WpÜG.....	29
Tab. 4.3	Bedeutung optionaler Services für die Erfüllung gesetzlicher Publizitätspflichten im Zusammenhang mit Director's Dealings	30
Tab. 4.4	Notenspiegel	37

Geleitwort

Die Anforderungen an die Unternehmenspublizität nehmen beständig zu, vor allem bei börsennotierten Aktiengesellschaften. Vor dem Hintergrund der Bilanzskandale der jüngsten Zeit werden die Unternehmen in allen entwickelten Kapitalmärkten zu mehr Transparenz verpflichtet. Quartalsberichte und Jahresabschlüsse nach international anerkannten Rechnungslegungsstandards, Angaben über wesentliche Beteiligungen und Informationen über Geschäfte des Managements mit Aktien der eigenen Gesellschaft sind nur einige Beispiele für kapitalmarktrechtliche Publizitätsnormen. Eine Sonderrolle kommt nach wie vor der Ad-hoc-Publizität zu. Das Wertpapierhandelsgesetz verpflichtet Unternehmen, Ereignisse, die dazu geeignet sind, den Kurs der Wertpapiere erheblich zu beeinflussen, unverzüglich offenzulegen.

Während die Ausgestaltung der materiellen Seite der Ad-hoc-Publizität eine zum Teil leidenschaftlich geführte Diskussion in der einschlägigen Literatur wie auch in der breiten Öffentlichkeit ausgelöst hat, wurden die formellen Aspekte, die die Übermittlung der Pflichtmitteilungen an das Publikum betreffen, bislang nur am Rande betrachtet. Dabei hat Hopt die Rolle der formellen Publizität für die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte bereits vor einem Vierteljahrhundert einprägsam auf den Punkt gebracht: „Jede Publizität ist nur so gut wie ihre Verbreitung“.¹

Die Offenlegung von Informationen über Unternehmen und deren Träger vermag materiell-rechtliche Normen nicht nur zu ergänzen, sondern teilweise sogar zu ersetzen oder doch zumindest in ihrem Umfang und ihrer Regelungsintensität zu begrenzen. Denn für gut informierte Marktteilnehmer braucht das Recht weniger weitreichende Schutzregeln vorzusehen als für schlecht informierte.

Doch nicht nur das materielle Kapitalmarktrecht entwickelt sich weiter. Auch die Publikationsmedien, die überhaupt erst eine Übermittlung der Finanzinformationen an das Anlegerpublikum ermöglichen, befinden sich im Umbruch. Noch vor wenigen Jahren erfolgte die Verbreitung von Finanzinformationen durch Veröffentlichung in einer Zeitung. Es liegt auf der Hand, dass diese Form der Offenlegung den Anforderungen eines entwickelten, international vernetzten Kapitalmarktes kaum mehr genügt. Wie im Bereich der Transaktionen setzt der Kapitalmarkt auch im Bereich der Information zunehmend auf elektronische Medien, vor allem auf das Internet.

Der Gesetzgeber hat auf diese Entwicklung reagiert. So wird in neueren Gesetzen verstärkt auf elektronische Publikationsmedien Bezug genommen. Im europäischen Kontext erfährt das Internet in diesem Zusammenhang als Distributionsweg für die Ad-hoc-Mitteilungen eine deutliche Aufwertung. Die EG-Marktmissbrauchsrichtlinie, die bis zum 12. Oktober 2004 in nationales Recht überführt werden muss, schreibt

¹ Zitiert nach Noack (2003), S. 537.

in Artikel 6 Absatz 1 vor, dass die Emittenten alle Insiderinformationen, die sie der Öffentlichkeit mitteilen müssen, „während eines angemessenen Zeitraums auf ihrer Internetseite anzeigen“.

In einer Welt, in der die Beschaffung, Gewichtung, Selektion, Verarbeitung und anschließende Nutzung von kursrelevanten Informationen entgegen den Standard-Lehrbuchmodellen Investitionen erfordert, kommt den Finanzinformationsanbietern und den Informationsintermediären eine wichtige Rolle für die Funktionsweise der Märkte zu. Angesichts der wachsenden Komplexität der aus kapitalmarktrechtlichen Normen resultierenden Kommunikationsaufgaben hängt die Wettbewerbsfähigkeit eines Finanzplatzes in nicht unerheblichem Maße von der Leistungsfähigkeit jener Unternehmen ab, die für die Verbreitung von Finanzinformationen sorgen. Insofern erfüllen Ad-hoc-Dienstleister eine überaus wichtige ordnungspolitische Funktion.

Die nach unserer Auffassung noch unzureichende Auseinandersetzung mit der Rolle der Ad-hoc-Dienstleister für die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte haben wir zum Anlass genommen, eine breit angelegte Studie zum Leistungsangebot der Informationsintermediäre, die gewissermaßen das Schmiermittel für das Getriebe der Märkte – die Informationen über kursrelevante Ereignisse in den Unternehmen – bereitstellen, durchzuführen.

Die vorliegende Studie erhebt den Anspruch objektiver Marktforschung im Interesse all jener, die aktiv am Kapitalmarktgeschehen teilnehmen und damit auch in den Prozess der Kapitalmarktkommunikation eingebunden sind. Wir wünschen uns, dass die Studie „Ad-hoc-Dienstleister in Deutschland“ einen Beitrag zur Weiterentwicklung des Dienstleistungsangebotes rund um die Erfüllung der gesetzlichen Publizitätspflichten der Emittenten gegenüber dem Kapitalmarkt und damit zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland leistet.

Wir bedanken uns auf diesem Weg bei allen IR-Verantwortlichen, die trotz knapp bemessener Zeit so bereitwillig Auskunft über ihre Erfahrungen in der Zusammenarbeit mit den Ad-hoc-Dienstleistern und ihre Anforderungen an die Informationsintermediäre gegeben haben. Unser besonderer Dank gilt den Geschäftsführern der Ad-hoc-Dienstleister, die durch ihre aktive Beteiligung an der Befragung sowie durch zahlreiche nützliche Hinweise ganz wesentlich zum Gelingen der Studie beigetragen haben. Bedanken möchten wir uns schließlich auch bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht für ihre wertvollen fachlichen Hinweise.

Michael Märzheuser, Geschäftsführender Gesellschafter Märzheuser | Gutzy

München, im Mai 2004

Wesentliche Ergebnisse der Studie auf einen Blick

- **Der Vorsprung schmilzt:** Die Monopolstellung der Deutschen Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (DGAP) wackelt. Zwar ist die DGAP auch heute noch Marktführer bei der Verbreitung von Ad-hoc-Mitteilungen. Allerdings fällt der Vorsprung gegenüber den Mitbewerbern news aktuell mit dem European Adhoc and Disclosure Service „euro adhoc“ und Hugin IR Services Deutschland von Quartal zu Quartal geringer aus. Nach unseren Berechnungen sank der Marktanteil der DGAP – gemessen an der Zahl der von Emittenten mit Sitz in Deutschland, Österreich und der Schweiz verbreiteten Ad-hoc-Mitteilungen – von 83 Prozent im ersten Quartal 2003 auf 71 Prozent im ersten Quartal 2004. Im März sank der Marktanteil der DGAP sogar erstmals unter die Marke von 70 Prozent (siehe hierzu S. 18f.).
- **Gute Noten für das Leistungsangebot:** Die Emittenten zeichnen mehrheitlich ein positives Bild von dem Leistungsangebot der Ad-hoc-Dienstleister. Sie vergeben dreizehn Mal die Note „gut“ und zwei Mal die Note „befriedigend“. Am besten schneidet news aktuell ab. Das dpa-Tochterunternehmen erhält die Gesamtnote 2,1 („gut“). Auf Rang zwei folgt mit leichtem Abstand die DGAP. Das Gemeinschaftsunternehmen der Deutsche Börse AG und der beiden Informationsdienstleister Reuters und Vereinigte Wirtschaftsdienste erhält von den Emittenten die Note 2,3 („gut“). Hugin IR Services erhält die Note 2,6 („befriedigend“) und verfehlt somit das Urteil „gut“ nur knapp (siehe hierzu S. 37).
- **Schlechte Zensuren für die Preispolitik:** Weniger günstig fällt das Urteil der Emittenten über die Preispolitik der Ad-hoc-Dienstleister aus. Vor allem der Marktführer erhält hier eher schlechte Noten. Die Preispolitik der DGAP wurde von den Emittenten mit der Note 2,9 („befriedigend“) bewertet. Hugin IR Services erhielt für seine Preispolitik die Note 2,4 („gut“). Für einen Lichtblick sorgte hier news aktuell. Die Emittenten honorierten die transparente Preispolitik des Ad-hoc-Dienstleisters mit festen Verbreitungsgebühren, ohne Vertragsbindung und ohne Grundgebühr mit der Bestnote 2,1 („gut“)(siehe hierzu S. 35f.).
- **Konkurrenz belebt das Geschäft:** Sinkende Preise und verbesserten Service – das erhoffen sich die Emittenten von dem Wettbewerb zwischen den Ad-hoc-Dienstleistern. Neun von zehn Befragten sind der Meinung, dass der Anbieterwettbewerb für die Emittenten „eher positiv“ ist. Die Entwicklung in den letzten 24 Monaten scheint den Emittenten Recht zu geben. Das Leistungsangebot der Ad-hoc-Dienstleister hat sich angeglichen, die Preise für die Verbreitung der Pflichtmitteilungen sind gesunken (siehe hierzu S. 21f. und S. 37f.).

- **Hohe Wechselbereitschaft:** Auch die Ad-hoc-Dienstleister bekommen den anhaltenden Druck der Unternehmen, Kosten einzusparen, zu spüren. Immerhin 17 Prozent der befragten Emittenten spielen mit dem Gedanken, den Ad-hoc-Dienstleister zu wechseln. Gründe für diese Planspiele: Unzufriedenheit mit der Servicequalität und/oder der Preispolitik des bisherigen Ad-hoc-Dienstleisters. Vier von zehn Befragten geben an, den Anbieter genau aus diesen Gründen mindestens schon einmal gewechselt zu haben (siehe hierzu S. 38f.).
- **Big Caps setzen bei der Auswahl des Ad-hoc-Dienstleisters auf hohe Reichweite, Small und Mid Caps erwarten Full Service:** Die Anforderungen der Emittenten an die Ad-hoc-Dienstleister scheinen in hohem Maße von der Indexzugehörigkeit bzw. der Marktkapitalisierung des Unternehmens abhängig zu sein. Während die Big-Cap-Unternehmen aus dem Dax bei der Auswahl des Ad-hoc-Dienstleisters offenbar vor allem auf eine große Reichweite Wert legen, bevorzugen die Small- und Mid-Cap-Unternehmen einen Anbieter, der nach dem Prinzip des „One Stop Shoppings“ die gesamte Palette an Services für die Erfüllung der verschiedenen gesetzlichen Publizitätspflichten aus einer Hand anbietet (siehe hierzu S. 27ff.).
- **Unterschiedliche Stärken:** Bei allen Gemeinsamkeiten, die die Leistungsangebote der Ad-hoc-Dienstleister inzwischen aufweisen, hat doch jeder Anbieter seine spezifischen Stärken. Bei der DGAP liegen diese – nicht zuletzt bedingt durch den Gesellschafterkreis – in der Vernetzung mit den professionellen Kapitalmarktteilnehmern. So erreicht die DGAP über eine Kooperation mit der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) zeitgleich zur regulären Verbreitung der Ad-hoc-Meldungen einen Verteilerkreis von 3.000 Investment Professionals. Dagegen bietet news aktuell – bedingt durch 15 Jahre Erfahrung bei der Verbreitung von Unternehmensinformationen an die Medien und die Vernetzung mit der Deutschen Presse-Agentur (dpa) – wohl den besten Zugang zu den Redaktionen im deutschsprachigen Raum. Hugin IR Services verfügt dagegen über das dichteste Nachrichtennetzwerk bei den Medien in den skandinavischen Ländern (siehe hierzu S. 20ff.).

Hinweise für den Leser

Die vorliegende Studie „Ad-hoc-Dienstleister in Deutschland“ gliedert sich ganz grob in einen deskriptiven und einen empirischen Teil. Der Dokumentation vorangestellt sind einige Anmerkungen zum Forschungsdesign der Studie (Kapitel 1). Diese beziehen sich auf Konzeption und Methodik der Studie (Kapitel 1.1), auf das Design der Fragebögen (Kapitel 1.2) und die Validität und Repräsentativität der Ergebnisse (Kapitel 1.3).

Im deskriptiven Teil der Studie wird die Rolle der Ad-hoc-Publizität als kapitalmarkt-rechtlicher Publizitätspflicht näher beleuchtet (Kapitel 2). Ausgangspunkt der Betrachtung ist dabei der Normzweck der Ad-hoc-Publizität (Kapitel 2.1) sowie die in diesem Zusammenhang zu beantwortende Frage der Informationseffizienz von Kapitalmärkten (Kapitel 2.2). Im Anschluss daran wird der Prozess der Distribution von Finanzinformationen analysiert (Kapitel 2.3). Daran schließt sich eine nähere Betrachtung der Verbreitung von Ad-hoc-Mitteilungen an (Kapitel 2.4). Den Abschluss dieses Kapitels bildet eine Analyse des Marktes der Ad-hoc-Dienstleister in Deutschland (Kapitel 2.5).

Der empirische Teil der Studie setzt sich aus zwei Unterkapiteln zusammen. Den Anfang macht ein Vergleich der Ad-hoc-Dienstleister (Kapitel 3). Anschließend werden die Ergebnisse der Emittentenbefragung dargestellt (Kapitel 4.).

1. Forschungsdesign der Studie

1.1 Konzeption und Methodik

Die Studie „Ad-hoc-Dienstleister in Deutschland“ wurde von Märzheuser | Gutzy in eigener Verantwortung geplant und durchgeführt. Alle Daten wurden in einer vierwöchigen Feldphase in der Zeit vom 5. bis 30. April 2004 erhoben. Zur Teilnahme eingeladen waren alle börsennotierten Unternehmen mit Sitz in Deutschland, deren Wertpapiere zum Amtlichen Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind oder in den Geregelteten Markt einbezogen werden und die somit der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität gemäß § 15 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) unterliegen.

Am 2. April 2004 wurden die Investor Relations-Verantwortlichen der Unternehmen über ein personalisiertes E-Mail über das Forschungsprojekt informiert und um Mithilfe gebeten. Die Datenerhebung erfolgte über eine telefonische Befragung. Dabei wurden drei Erhebungswellen durchgeführt. Bei der dritten Erhebungswelle wurde der Fragebogen auf ausdrücklichen Wunsch auch per E-Mail verschickt. Die Antworten konnten in diesen Fällen durch Kennzeichnung der entsprechenden Felder auf dem Fragebogen kenntlich gemacht und per Fax übermittelt werden. Berücksichtigt wurden alle Antworten, die bis zum 30. April 2004 bei uns eingingen.

Darüber hinaus wurden die Geschäftsführer der drei in Deutschland etablierten Ad-hoc-Dienstleister – der Deutschen Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (DGAP), news aktuell mit dem European Adhoc and Disclosure Service „euro adhoc“ und Hugin IR Services Deutschland – telefonisch und per E-Mail über das Forschungsprojekt informiert und zur Teilnahme an der Befragung eingeladen.

1.2 Design der Fragebögen

Die Datenerhebung erfolgte in beiden Fällen über einen standardisierten Fragebogen. Um das Risiko von Interpretationsfehlern gering zu halten und die Vergleichbarkeit der Antworten zwischen den Teilnehmern der Studie sicherzustellen, wurden ausschließlich geschlossene Fragen mit vorgegebenen Antwortkategorien verwendet. Bei einigen Fragen hatten die Befragten zusätzlich die Möglichkeit, durch Abgabe von offenen Antworten detailliertere Auskünfte zu geben.

Sowohl die Teilnehmer auf der Unternehmensseite als auch die Geschäftsführer der Ad-hoc-Dienstleister haben von dieser Möglichkeit regen Gebrauch gemacht. Die Dienstleister hatten zudem die Möglichkeit, zusätzliche Informationen, wie etwa Servicebeschreibungen und Preislisten einzureichen. Auch wurden die Internetauftritte der Informationsdienstleister in die Analyse einbezogen.

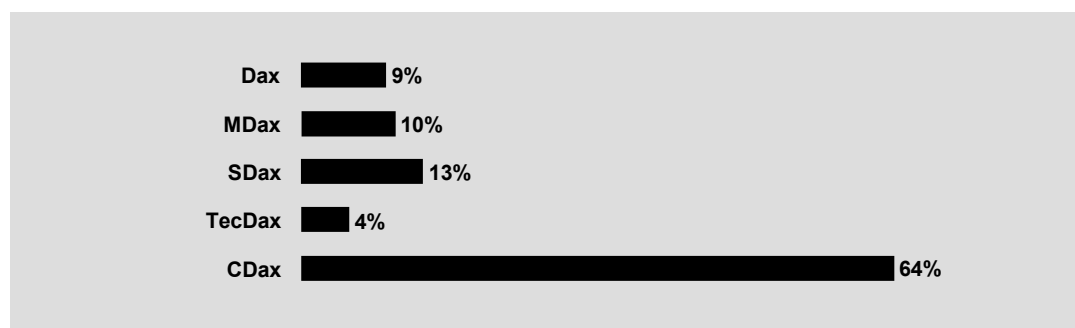
Um eine hohe Akzeptanz der Befragung bei den Auskunftspersonen zu erreichen, wurde der Umfang des Fragebogens auf 13 (Emittenten) bzw. 14 Fragen (Ad-hoc-Dienstleister) begrenzt. Die übersichtliche Gestaltung der Fragebögen ermöglichte eine rasche Bearbeitung. Zudem wurden bei vergleichbaren Fragetypen einheitliche Antwortraster verwendet. So erfolgte etwa der direkte Vergleich der Ad-hoc-Dienstleister durchgängig über eine Schulnotenskala. Auf diese Weise konnte erreicht werden, dass kein einziges Interview abgebrochen wurde.

Die gewonnenen Antworten wurden aus den – von den Interviewern bzw. den Teilnehmern der Studie – bearbeiteten Fragebögen übernommen und manuell in eine Datenbank eingepflegt. Alle Datensätze wurden auf Plausibilität, Doppelungen und Eingabefehler überprüft und anschließend anonymisiert. Die Auswertung der Erhebungsdaten erfolgte automatisiert mithilfe spezieller Analyseprogramme.

1.3 Validität und Repräsentativität

Insgesamt haben sich 111 Unternehmen sowie alle drei Ad-hoc-Dienstleister an der Befragung beteiligt. Wirft man einen Blick auf die Indexstruktur der beteiligten Unternehmen, so ergibt sich folgendes Bild:

Abb. 1.1: Indexstruktur der an der Studie beteiligten Unternehmen



Die Beantwortung der Fragen auf Seiten der Unternehmen erfolgte überwiegend durch die zuständigen Bereichsleiter (Unternehmenskommunikation bzw. Investor Relations), in wenigen Fällen durch die beratende Investor Relations-Agentur. Bei den Ad-hoc-Dienstleistern erfolgte die Bearbeitung der Fragebögen durch die Geschäftsführer selbst bzw. unter unmittelbarer Mitwirkung der Geschäftsführung.

Die Stellung der Befragten in den Unternehmen lässt erwarten, dass die Antworten valide sind. Ein Anspruch auf Repräsentativität der Ergebnisse wird dagegen nicht erhoben, da die vorliegende Stichprobe nicht den Anforderungen genügt, die an eine zufallsgesteuerte Auswahl gestellt werden. Aufgrund des gemessen an der Grundgesamtheit vergleichsweise hohen Stichprobenumfangs lassen sich aus den Ergebnissen der Befragung aber dennoch verwertbare Tendenzaussagen ableiten.

2. Ad-hoc-Publizität als kapitalmarktrechtliche Publizitätspflicht

2.1 Normzweck der Ad-hoc-Publizität

Wesentlicher Normzweck von § 15 WpHG ist nach den Gesetzesmaterialien die Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes. Die Ad-hoc-Publizität soll die Bildung unangemessener Börsenpreise als Folge von Informationsdefiziten der Marktteilnehmer verhindern. Indem die Ad-hoc-Publizität auf die Beseitigung von Informationsasymmetrien gerichtet ist, dient sie der Markttransparenz und damit letztlich der Preiswahrheit (Kümpel/Assmann 2003, S. 393ff.).

Nach den Rechtsmaterialien ist die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, wie sie durch die Ad-hoc-Publizität geschützt werden soll, ein Rechtsgut, das ausschließlich dem öffentlichen Interesse dienen soll. Eine anlegerschützende Wirkung vermag die Ad-hoc-Publizität hingegen nicht zu entfalten. Daran hat sich auch durch die im Zusammenhang mit dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz vorgenommene Einfügung der §§ 37 b und 37 c WpHG, die dem Emittenten Schadenersatzpflichten bei unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung kursbeeinflussender Tatsachen bzw. bei Veröffentlichung unwahrer Tatsachen in einer Ad-hoc-Meldung auferlegen, nichts geändert. Mit anderen Worten: Der die Ad-hoc-Publizität normierende § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG schützt nicht die Individualinteressen der einzelnen Anleger, sondern vielmehr den Markt als Gesamtheit des Anlegerpublikums – als Institution, in der das Kapitalangebot und die Kapitalnachfrage zusammengeführt werden.

Die Ad-hoc-Publizität soll mit ihrer vertrauensbildenden Wirkung zum Funktionieren des Kapitalmarktes beitragen. Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ist dann gegeben, wenn eine hinreichende Liquidität vorhanden ist, d. h. ein ausreichendes Angebot und eine ausreichende Nachfrage vorliegt. Eine zwingende Voraussetzung hierfür ist das Vertrauen der Anleger in die Ordnungsmäßigkeit des Handels und in die Integrität des Marktes. Insoweit schützt die Ad-hoc-Publizität indirekt auch das Individualinteresse der einzelnen Marktteilnehmer an einem liquiden Markt, auf dem Wertpapiere jederzeit zu fairen Preisen gekauft und auch wieder verkauft werden können (Kümpel/Assmann 2003, S. 395).

Daneben wurde die Ad-hoc-Publizität als insiderrechtliche Präventivmaßnahme ausgestaltet. Dahinter steht folgende Überlegung: Die Offenlegung einer Insider-tatsache nimmt dieser die Rechtsqualität einer Insiderinformation. In dem Maße, in dem diese Information von den Marktteilnehmern bei den Anlageentscheidungen berücksichtigt wird und somit in den Kursen eskomptiert ist, entzieht die Veröffentlichung dem verbotenen Insiderhandel den Boden. Der Kreis der Insider soll durch die unverzügliche Offenlegung von kursrelevanten Tatsachen möglichst klein

gehalten werden und der Zeitraum für das missbräuchliche Ausnutzen von Insiderwissen so weit wie möglich verkürzt werden.

2.2 Informationseffizienz von Kapitalmärkten

Aus den vorangegangenen Überlegungen wird deutlich, dass das ordnungspolitische Leitbild des deutschen Kapitalmarktrechts von der Vorstellung eines fairen Leistungswettbewerbs geprägt ist. Eine wichtige theoretische Frage, die in diesem Zusammenhang in der Literatur mitunter kontrovers diskutiert wird und die zugleich erhebliche praktische Implikationen für den Prozess der Distribution von Finanzinformationen besitzt, ist die nach der Effizienz von Kapitalmärkten. Dabei ist gar nicht einmal so sehr umstritten, ob Kapitalmärkte überhaupt ein gewisses Maß an Effizienz aufweisen. Viel eher steht der Grad der Effizienz zur Diskussion.

Der Begriff „Kapitalmarkteffizienz“ bezieht sich auf die Informationsverarbeitung an den Kapitalmärkten. Nach der „Efficient Market Hypothesis“ ist ein informationseffizienter Kapitalmarkt dadurch gekennzeichnet, dass alle verfügbaren bewertungsrelevanten Informationen zu jeder Zeit und vollständig in den aktuellen Wertpapierkursen enthalten sind, so dass kein Marktteilnehmer aufgrund von Informationsvorsprüngen systematische Überrenditen erzielen kann. Im Hinblick auf den Grad der Informationseffizienz lassen sich drei Abstufungen vornehmen: die schwache, die halbstarke und die strenge Informationseffizienz (Fama 1970, S. 383ff.).

Inhaltlich besagt die Hypothese der schwachen Informationseffizienz, dass in den Wertpapierkursen bereits alle Informationen über die vergangene Kursentwicklung enthalten sind. Bei der Hypothese der halbstarren Informationseffizienz wird die vollständige Berücksichtigung aller öffentlich verfügbaren Informationen in den Wertpapierkursen unterstellt. Als streng informationseffizient gilt ein Markt, wenn alle verfügbaren – also auch nicht öffentlich bekannten – Informationen vollständig in den Kursen eskomptiert sind. Dabei schließt der jeweils höhere Grad an Effizienz die niedrigere(n) Form(en) mit ein (Steiner/Bruns 2000, S. 41).

Man muss sich die Informationseffizienz als Ergebnis eines fortlaufenden Prozesses der Informationsverarbeitung unter Wettbewerbsbedingungen vorstellen. Besitzt ein Marktteilnehmer gegenüber den übrigen Akteuren einen Informationsvorsprung, so ist es ihm möglich, eine Rendite zu erzielen, die oberhalb der risikoadäquaten Gleichgewichtsrendite liegt. Dabei ist jedoch zwischen Insiderinformationen, die Ausdruck eines strukturell bedingten unterschiedlichen Zugangs der Marktakteure zu primären Finanzinformationen aus dem Bereich der Emittenten sind, und selbst erarbeiteten Informationsvorsprüngen, die das Ergebnis einer Analyse der verfügbaren – öffentlich bekannten – Finanzinformationen sind, zu unterscheiden.

Ordnungspolitisch bedenklich sind dabei nur solche Gewinne, die aus der missbräuchlichen Verwertung von Insiderinformationen resultieren, da Insiderhandel das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Integrität des Marktes untergräbt und damit die Funktionsweise der Märkte beeinträchtigt. Dagegen sind selbst erarbeitete Informationsvorsprünge – scheinbar paradoxerweise – eine zwingende Existenzbedingung für Kapitalmärkte, die zumindest eine halbstarke Informationseffizienz aufweisen. Denn wäre eine Auswertung der öffentlich verfügbaren Informationen nicht Gewinn bringend, so wäre auch kein Anreiz vorhanden, eine fundamentale Informationsanalyse zu betreiben. In diesem Fall könnten die öffentlich bekannten Finanzinformationen auch nicht in den Wertpapierkursen enthalten sein. Dieser Zusammenhang wird in der Literatur auch als „Informationsparadoxon“ bezeichnet.

Aus diesen Überlegungen folgt, dass das ordnungspolitische Ziel des Kapitalmarktrechts nicht in der Beseitigung von jeder Form von Informationsasymmetrie bestehen kann, sondern nur darin, allen Marktteilnehmern einen – in Bezug auf Inhalt, Breite und Tiefe der Informationen sowie in Bezug auf den Zeitpunkt der Offenlegung – gleichberechtigten Zugang zu Informationen über die Unternehmen und deren Träger zu ermöglichen. Eine besondere Bedeutung kommt in diesem Zusammenhang der Bekämpfung des Missbrauchs von Insiderwissen zu.

Dem berechtigten Interesse der Öffentlichkeit an einer Offenlegung kursrelevanter Finanzinformationen steht das ebenfalls schutzwürdige Interesse der Emittenten an der Geheimhaltung von wettbewerbsrelevanten Informationen gegenüber. Dieses bereits im heutigen Kapitalmarktrecht bestehende Spannungsverhältnis erfährt im europäischen Kontext eine deutliche Zuspitzung. Denn Art. 6 Abs. 2 Satz 1 der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie bestimmt, dass ein Emittent die Bekanntgabe von Insiderinformationen aufschieben kann, „wenn diese Bekanntgabe seinen berechtigten Interessen schaden könnte, sofern diese Unterlassung nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irrezuführen, und der Emittent in der Lage ist, die Vertraulichkeit der Informationen zu gewährleisten“.

Besonders gravierend ist diese Neuerung in ihren zu erwartenden Auswirkungen deshalb, weil zugleich die Unterscheidung zwischen Insidertatsachen und ad-hoc-publizitätspflichtigen Tatsachen aufgehoben wird. So wird der enger gefasste Begriff der ad-hoc-publizitätspflichtigen Tatsache durch die EG-Marktmissbrauchsrichtlinie beseitigt, während der Begriff der Insidertatsache – nach Umsetzung der Richtlinie in deutsches Recht – in unveränderter Form auch für den Bereich der Ad-hoc-Publizität Geltung erlangt (Kümpel/Assmann 2003, S. 388).

2.3 Der Prozess der Distribution von Finanzinformationen

In einer Welt, in der die Beschaffung, Gewichtung, Selektion, Verarbeitung und anschließende Nutzung von kursrelevanten Informationen entgegen den Standard-Lehrbuchmodellen Investitionen erfordert, kommt den Finanzinformationsanbietern eine besondere Rolle für die Kapitalmarkteffizienz zu. Angesichts der hohen Komplexität der Finanzmärkte, die sich aus der steigenden Zahl und der zunehmenden Komplexität der Finanzinstrumente auf der einen Seite und der Vernetzung der verschiedenen Assetklassen und der Handelsplätze auf der anderen Seite ergibt, hängt die Wettbewerbsfähigkeit eines Finanzplatzes in nicht unerheblichem Maße von der Leistungsfähigkeit jener Unternehmen ab, die für die Veredelung und die Verbreitung von kapitalmarktrelevanten Informationen sorgen. Insofern erfüllen die Ad-hoc-Dienstleister in Deutschland eine wichtige ordnungspolitische Funktion.

Die Kommunikation der Kapitalmarktakteure kann man sich als einen mehrstufigen Prozess vorstellen, der – ökonomisch betrachtet – mit der Produktion von kapitalmarktrelevanten Informationen beginnt und mit der Nutzung dieser Informationen für Anlageentscheidungen endet. In diesem mehrstufigen Kommunikationsprozess treten die Emittenten von Wertpapieren auf der einen Seite und die Börsen auf der anderen Seite als Anbieter, die privaten und institutionellen Anleger hingegen als Nachfrager von primären Finanzinformationen auf.

Diese gängige Unterscheidung ist indes nach Auffassung der Autoren insoweit zu erweitern, als informationsbasierte Wertpapiertransaktionen, die von den Marktteilnehmern vorgenommen werden, Finanzinformationen in Preissignale transformieren, die ihrerseits wiederum einen gewissen Informationsgehalt besitzen. Auch ist die Grenze zwischen Anbietern und Nutzern von Finanzinformationen durch das Aufkommen des Internet inzwischen nicht mehr trennscharf, da die Kosten der Publikation von kapitalmarktrelevanten Informationen im Internet bei gleichzeitig nahezu unbegrenzter Reichweite praktisch vernachlässigbar sind. Theoretisch kann somit jeder Marktteilnehmer auch zu einem Anbieter von Finanzinformationen werden, wenngleich man Privatanlegern im Regelfall für den Prozess der Kapitalmarktkommunikation eine untergeordnete Bedeutung zusprechen muss.

Der Kreis der primären Finanzinformationen, die von den Emittenten bereitgestellt werden, beinhaltet vor allem handels-, gesellschafts- und kapitalmarktrechtlich relevante Sachverhalte. Eine Sonderrolle kommt dabei der Ad-hoc-Publizität zu, die sich auf solche Tatsachen aus dem Bereich des Emittenten bezieht, die „wegen ihrer Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten“ dazu geeignet sind, „den Kurs der betreffenden Wertpapiere erheblich zu beeinflussen“ (§ 15 Abs.1 Satz 1 WpHG). Ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsachen müssen von den Emittenten unverzüglich in einem streng normierten Verfahren offengelegt werden (§ 15 Abs. 2 bis 4 WpHG).

Im weitesten Sinne müsste man auch die Informationen über den Handel von Vorständen und Aufsichtsräten oder persönlich haftenden Gesellschaftern in Wertpapieren der eigenen Gesellschaft zum Kreis der primären Finanzinformationen rechnen. Da dieser Personenkreis in Bezug auf die wirtschaftlichen Verhältnisse der Gesellschaft regelmäßig einen systematischen Informationsvorsprung gegenüber dem breiten Anlegerpublikum besitzt, entfalten derartige „informierte Transaktionsentscheidungen“ eine Indikatorwirkung. Nicht ohne Grund unterliegen diese Geschäfte, für die sich auch im deutschen Sprachraum der angelsächsische Begriff „Directors’ Dealings“ durchgesetzt hat, daher einer besonderen Publikationspflicht (§ 15a WpHG) und werden von den Marktteilnehmern aufmerksam verfolgt.

Neben den genannten Informationen der Emittenten sind auch die Kursinformationen, die von den Börsen und den alternativen elektronischen Handelsplattformen bereitgestellt werden, zum Kreis der primären Finanzinformationen zu rechnen. Dies beinhaltet sowohl Kursinformationen zu den börsenmäßig gehandelten Finanzinstrumenten (Aktien, Anleihen, Optionen etc.) als auch die daraus abgeleiteten Informationen, wie etwa der Wert von Indizes. Auch aufbereitete Informationen zu den getätigten Börsengeschäften, etwa Informationen über die Orderlage, lassen wertvolle Rückschlüsse über Breite und Tiefe des Marktes sowie Kurstendenzen erkennen und zählen deshalb zu den primären Finanzinformationen. Nicht ohne Grund sind daher Echtzeit-Kursinformationen urheberrechtlich geschützt.

Neben den Anbietern von primären Finanzinformationen spielen im Prozess der Kapitalmarktkommunikation intermediäre Informationsanbieter eine wichtige Rolle. In der Fachliteratur wird hierbei üblicherweise zwischen intermediären Informationsanbietern der ersten Stufe und intermediären Informationsanbietern der zweiten Stufe unterschieden (Langendorf u.a. 2003, S. 3).

Intermediäre Finanzinformationsanbieter der ersten Stufe sind Unternehmen, die primäre Finanzinformationen durch analytische und/oder redaktionell-journalistische Tätigkeiten veredeln. Dies sind zum einen Banken und Anbieter von unabhängigem Research, zum anderen aber Medienunternehmen, insbesondere natürlich aus dem Bereich der elektronischen Medien, die die Ergebnisse der Veredelung – wie etwa Nachrichtenagenturen – unmittelbar nach Abschluss der Informationsaufbereitung veröffentlichen.

Bei den intermediären Finanzinformationsanbietern der zweiten Stufe ist zwischen den so genannten „Aggregatoren“ bzw. „Vendoren“ auf der einen Seite und den „Distributoren“ auf der anderen Seite zu unterscheiden. Die Ad-hoc-Dienstleister, die Gegenstand der vorliegenden Studie sind, sind systematisch den Distributoren zuzurechnen.

Die Aggregatoren beziehen vielfältige Informationen aus unterschiedlichen – teils öffentlich zugänglichen, teils kommerziellen – Informationsquellen:

1. von den Anbietern von primären Finanzinformationen, und zwar in erster Linie von den Börsen
2. von den intermediären Finanzinformationsanbietern der ersten Stufe
3. von den Distributoren.

Die Aggregatoren bzw. Vendoren bereiten diese Informationen auf und verbreiten diese in veredelter Form vorwiegend an Anleger aus dem institutionellen Segment weiter. Die Distribution erfolgt hierbei zumeist über proprietäre Systeme, für deren Nutzung in der Regel nicht unerhebliche Gebühren anfallen.

Im Unterschied dazu verbreiten die Distributoren primäre Finanzinformationen der Emittenten in inhaltlich unveränderter Form an Medienunternehmen, Aggregatoren bzw. Vendoren sowie zusätzlich auch direkt an institutionelle und private Anleger weiter. Eine Sonderrolle kommt dabei Subdistributoren, wie etwa Internet-Portalen, zu. Diese verbreiten die primären Finanzinformationen der Emittenten auf der Grundlage entsprechender Vereinbarungen mit den Distributoren in unveränderter Form und ohne Zeitverzögerung weiter, und zwar überwiegend an Privatanleger.

Im Unterschied zu den Aggregatoren bzw. Vendoren werden die Distributoren im Auftrag der Emittenten und für die Emittenten tätig. Die Zusammenarbeit zwischen Emittenten und Distributoren ist in Service Level Agreements umfassend geregelt. Anders als bei den Aggregatoren bzw. Vendoren ist der Bezug der verbreiteten Finanzinformationen – zumindest für die Anleger – im Regelfall kostenlos. Dagegen müssen die Emittenten für die Inanspruchnahme der Infrastruktur und die zugehörigen Dienstleistungen eine Service-Gebühr zahlen. Eine Ausnahme bildet hier nach unseren Recherchen die DGAP, die zumindest vereinzelt auch bei den Aggregatoren bzw. Vendoren eine Gebühr für die Einspeisung der bei ihr abgesetzten Ad-hoc-Mitteilungen in die Informationsverbreitungssysteme erhebt.

Für eine gewisse Weiterverbreitung sorgen übrigens auch die eigentlichen Nutzer der primären Finanzinformationen, insbesondere die Privatanleger. Eine zentrale Rolle spielen auf dieser Stufe der Distribution virtuelle Gemeinschaften im Internet, so genannte „Internet Communities“. Die Mitglieder derartiger informeller Netzwerke zeichnen sich sehr häufig durch ein besonders aktives Transaktionsverhalten aus.

Die Verbreitung von Finanzinformationen erfolgt hier im Wesentlichen durch Einstellen von nicht bearbeiteten primären Finanzinformationen in Internet-Foren. Es handelt sich dabei um eine nicht regulierte Form der Weiterverbreitung, die im Hinblick auf die Authentizität und Integrität der Informationen nicht unerhebliche Risiken für die Emittenten birgt. Darüber hinaus werden die Mitglieder derartiger „Communities“ auch selbst zu Anbietern von primären Finanzinformationen, indem

kapitalmarktrelevante Informationen gefiltert, mit anderen textbasierten und multi-medialen Inhalten verknüpft („verlinkt“), kommentiert, redaktionell bearbeitet und in Einzelfällen auch – teilweise bewusst, teilweise unbewusst – verfälscht werden.

2.4 Die Verbreitung von Ad-hoc-Mitteilungen

Neben der Veröffentlichungspflicht selbst normiert der deutsche Gesetzgeber in § 15 Abs. 2 WpHG ein bestimmtes Veröffentlichungsverfahren. So müssen die Emittenten die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache vor ihrer der Veröffentlichung an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Geschäftsführung der betroffenen inländischen Börsen übermitteln. Gemeint sind hiermit nur diejenigen inländischen Börsen, an denen die Wertpapiere zum Amtlichen Handel oder Geregelter Markt zugelassen sind. Nicht von § 15 WpHG erfasst sind Börsen, bei denen die Wertpapiere in den Freiverkehr einbezogen sind, und außerbörsliche Handelssysteme, wie etwa der Telefonhandel (Kümpel/Assmann 2003, S. 398).

Den Empfehlungen des früheren Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel folgend sollte der Emittent im Rahmen der Mitteilung nach § 15 Abs. 2 WpHG die Aufsichtsbehörde und die Geschäftsführung der betroffenen Börsen auch davon in Kenntnis setzen, auf welche Art und Weise die Veröffentlichung erfolgen wird und wann die Veröffentlichung erfolgen wird. Dabei sollte der Bundesanstalt ausreichend Zeit zur Wahrnehmung ihrer Aufsichtspflichten eingeräumt werden. Gleiches gilt für die Geschäftsführungsorgane der Börsen, denen eine angemessene Zeitspanne für die Entscheidung über eine Kursaussetzung eingeräumt werden sollte. Dabei gelten 30 Minuten als ausreichend (BAWe/BaFin 1998, S. 40). In Ausnahmefällen, die hier jedoch nicht näher betrachtet werden sollen, ist eine Befreiung von der Verpflichtung zur Vorabunterrichtung möglich.

In § 15 WpHG legt der Gesetzgeber aber nicht nur die Art der Veröffentlichung fest, sondern auch Form, Umfang und Zeitpunkt der Veröffentlichung. So muss die Bekanntmachung unabhängig von dem gewählten Verbreitungsverfahren erkennen lassen, dass es sich um eine Veröffentlichung des Emittenten handelt. Zudem muss der Emittent dafür Sorge tragen, dass der Meldungstext unverändert und in voller Länge veröffentlicht wird (BAWe/BaFin 1998, S. 42). Die Veröffentlichung ist in deutscher Sprache vorzunehmen; eine zeitgleiche Fassung in englischer Sprache ist gestattet. Emittenten mit Sitz im Ausland kann die Bundesanstalt gestatten, eine Veröffentlichung in anderer Sprache vorzunehmen, soweit eine ausreichende Unterrichtung der Bereichsöffentlichkeit dadurch nicht gefährdet erscheint.

Der Bereich der formalen Publizität hat in jüngerer Zeit – getrieben von den zum Teil sehr negativen Erfahrungen mit der Meldepraxis einzelner Unternehmen vor allem des Neuen Marktes – eine erhebliche Konkretisierung und auch Erweiterung

erfahren. Dies betrifft etwa die Verwendung von Kennzahlen, die in § 15 Abs. 1 Satz 2 WpHG geregelt ist oder auch die Empfehlungen der Bundesanstalt zum Umfang der Ad-hoc-Mitteilungen (BAWe/BaFin 2000).

In § 15 Abs. 3 WpHG ist nicht nur festgelegt, in welcher Form die Ad-hoc-Mitteilung zu erfolgen hat, sondern auch wie diese zu veröffentlichen ist. Das Gesetz sieht zwei alternative Verbreitungswege vor: Die Emittenten haben die Wahl zwischen der Veröffentlichung der Meldung in einem überregionalen Börsenpflichtblatt und über ein „elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem“. Es bleibt den Emittenten freigestellt, die kursbeeinflussende Tatsache über beide Medien gleichzeitig zu verbreiten. Zwar hat die Veröffentlichung über elektronische Verbreitungswege zweifellos den Vorteil, dass sie schneller erfolgt. Trotzdem räumt der Gesetzgeber diesem Verbreitungsweg keine Präferenz ein (BAWe/BaFin 1998, S. 41).

Überregionale Börsenpflichtblätter sind nach § 31 Abs. 4 Hs. 2 BörsG „Tageszeitungen mit überregionaler Verbreitung im Inland“. Bei den elektronisch betriebenen Informationsverbreitungssystemen muss es sich um Systeme handeln, die bei Kreditinstituten, nach § 53 Abs. 1 S. 1 KWG tätigen Unternehmen, anderen inlandsansässigen und zum inländischen Börsenhandel zugelassenen Unternehmen und Versicherungsunternehmen weit verbreitet sind. Eine Legaldefinition des Begriffs der „elektronisch betriebenen Informationsverbreitungssysteme“ bleibt der Gesetzgeber schuldig. Es bedarf daher einer Auslegung dieses unbestimmten Rechtsbegriffs. Diese hat im Lichte der Zielsetzung von § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG zu erfolgen.

Ziel der Ad-hoc-Publizität ist die Herstellung der Bereichsöffentlichkeit, verstanden als Gesamtheit der professionellen Marktteilnehmer, die berufsbedingt regelmäßig am Wertpapierhandel teilnehmen (Kümpel/Assmann 2003, S. 485). Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht hat den Kreis der elektronisch betriebenen Informationsverbreitungssysteme, die in der Lage sind, die Bereichsöffentlichkeit herzustellen, näher definiert. Grundlage hierfür waren die Ergebnisse einer Befragung von Unternehmen der deutschen Kredit- und Versicherungswirtschaft. Demzufolge erfüllen die Informationssysteme von Bloomberg, Reuters und den Vereinigten Wirtschaftsdiensten (vwd) die Anforderungen an die Reichweite, und zwar jedes System für sich betrachtet. Notwendig ist aber, dass die Ad-hoc-Mitteilungen der Emittenten unverzüglich und im Originaltext – entsprechend den sonstigen Vorgaben von § 15 Abs. 2 bis 4 WpHG – verbreitet werden.

In der Literatur wurde in der Vergangenheit zuweilen der Vorwurf geäußert, dass es sich bei den genannten Informationsverbreitungssystemen um proprietäre, also einem geschlossenen Nutzerkreis gegen Gebühren zugängliche Systeme handelt (siehe hierzu z. B. Noack 2003, S. 540). Obgleich eine Verbreitung der Ad-hoc-Meldungen aus ordnungspolitischer Sicht zu Grenzkosten der Nutzung von Null sinnvoll wäre, überzeugt dieser Einwand aus formaljuristischer Sicht nicht, da

§ 15 Abs. 1 WpHG allein auf die Bereichsöffentlichkeit abstellt und nicht auf die breite Öffentlichkeit. Im übrigen trägt dieser Einwand auch deshalb nicht, weil mit Blick auf den zweiten zulässigen Verbreitungsweg – die Veröffentlichung in einem überregionalen Börsenpflichtblatt – eine ähnliche Problematik besteht. Denn wer könnte schon von sich behaupten, alle überregionalen Börsenpflichtblätter zu lesen.

Indes, die Kritik an der informationellen Benachteiligung der Privatanleger war und ist berechtigt. Allerdings ist durch das Aufkommen der Ad-hoc-Dienstleister in der Zwischenzeit eine Situation eingetreten, die die Ungleichbehandlung institutioneller und privater Anleger beseitigt hat. So veröffentlichen alle Ad-hoc-Dienstleister die von ihnen verbreiteten Meldungen in Echtzeit auf ihren Internetseiten und leiten diese auch auf anderem Wege – teilweise auch direkt an Privatanleger – weiter.

Kritisiert wird in diesem Zusammenhang immer wieder die Preispolitik der DGAP, die nach unseren Recherchen zumindest von einzelnen Aggregatoren bzw. Vendors für die Einspeisung der bei ihr abgesetzten Ad-hoc-Mitteilungen Gebühren erhebt. Dies ist nach Auffassung der Autoren aus ordnungspolitischer Sicht insoweit bedenklich, als dadurch indirekt auch die Kosten für die Nutzung der primären Finanzinformationen auf der Anlegerseite erhöht werden. Dies dürfte sich auf den Grad der Informationseffizienz der Märkte in der Tendenz negativ auswirken.

Änderungsbedarf im Bereich der gesetzlichen Regelungen zeichnet sich auch hier durch die EG-Marktmissbrauchsrichtlinie ab, die erkennbar von dem Ziel getragen ist, die breite Öffentlichkeit und nicht die Bereichsöffentlichkeit über kursrelevante Sachverhalte zu informieren. So bestimmt Art. 6 Abs. 1 der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie: „Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass alle Emittenten von Finanzinstrumenten Insider-Informationen, die sie unmittelbar betreffen, so bald als möglich der Öffentlichkeit bekannt geben.“ Eine Aufwertung erfährt in diesem Zusammenhang das Internet als Distributionsweg für primäre Finanzinformationen, denn Art. 6 Abs 1 der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie bestimmt weiter, dass die Emittenten alle Insiderinformationen, die sie der Öffentlichkeit mitteilen müssen, „während eines angemessenen Zeitraums auf ihrer Internetseite anzeigen“.

2.5 Der Markt für Ad-hoc-Dienstleister

In der Praxis werden die Ad-hoc-Meldungen bereits seit geraumer Zeit überwiegend über elektronisch betriebene Informationsverbreitungssysteme veröffentlicht. Die erst am Folgetag erscheinenden Börsenpflichtblätter spielen allenfalls noch als Zweitpublikation eine Rolle (vgl. Noack 2003, S. 540). Begünstigt durch das anfangs rasch steigende Meldungsaufkommen sind rund um die Verbreitung von Ad-hoc-Meldungen Dienstleister entstanden, die den Emittenten ein Full-Service-

Angebot für die Erfüllung der vielfältigen gesetzlichen Veröffentlichungspflichten, die aus § 15 WpHG sowie anderen Gesetzesquellen resultieren, bieten.

Auf dem deutschen Markt stehen sich heute drei etablierte Ad-hoc-Dienstleister gegenüber. Es sind dies die Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (DGAP), das dpa-Tochterunternehmen news aktuell mit seinem European Adhoc and Disclosure Service „euro adhoc“ sowie der deutsche Ableger des norwegischen Informationsdienstleisters Hugin. Neu auf dem Markt ist die EquityStory AG, die jedoch erst seit April 2004 einen Adhoc-Service anbietet. Der Anbieter XiQu, eine Tochtergesellschaft der Stuttgarter Regionalbörse, hat seinen Dienst inzwischen eingestellt. Der von uns durchgeführte Anbietervergleich beschränkt sich auf die drei etablierten Ad-hoc-Dienstleister DGAP, news aktuell/euro adhoc und Hugin.

Die Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität mbH mit Sitz in Frankfurt am Main ist ein Gemeinschaftsunternehmen der Deutsche Börse AG sowie der beiden Informationsdienstleister Reuters und Vereinigte Wirtschaftsdienste (vwd). Bereits seit 1996, dem Jahr nach der grundsätzlichen Neuregelung der Ad-hoc-Publizität durch das damals neu geschaffene Wertpapierhandelsgesetz, verbreitet die DGAP auf elektronischem Wege Pflichtmitteilungen im Auftrag von inländischen und ausländischen Emittenten. Nach eigenen Angaben betreuen derzeit 17 Mitarbeiter rund 700 Kunden (Stand 30. April 2004). Als Spezialist für Ad-hoc-Mitteilungen gestartet, bietet die DGAP heute vielfältige Dienstleistungen für die Erfüllung gesetzlicher Publizitätspflichten sowie die – über die gesetzlichen Mindestanforderungen hinausgehende – Kommunikation der Unternehmen mit dem Kapitalmarkt.

Die news aktuell GmbH wurde 1989 gegründet und ist seit 1994 ein Tochterunternehmen der Deutschen Presse-Agentur (dpa). Das Unternehmen hat sich auf die Verbreitung von textbasierten, audio-visuellen und multimedialen Unternehmensinformation an die Medien im In- und Ausland spezialisiert. news aktuell beschäftigt am Firmensitz in Hamburg sowie in den Niederlassungen in Berlin, Frankfurt am Main, London und Zürich nach eigenen Angaben über 100 Mitarbeiter. Seit dem Jahr 2001 bietet news aktuell gemeinsam mit APA OTS, einer Tochtergesellschaft der Austria Presse Agentur (APA), und news aktuell Schweiz, einem Joint Venture der Schweizerischen Depeschenagentur (sda) und news aktuell, den European Adhoc and Disclosure Service „euro adhoc“. Nach eigenen Angaben lassen derzeit 147 Unternehmen mit Sitz in Deutschland ihre Ad-hoc-Meldungen über diesen Service verbreiten (Stand 30. April 2004).

Unter den etablierten Ad-hoc-Dienstleistern ist die Hugin IR Services Deutschland GmbH der Anbieter mit dem am stärksten ausgeprägten internationalen Profil. Das norwegische Unternehmen verfügt über Standorte in Oslo (Sitz), Kopenhagen, Helsinki, München, Amsterdam, Stockholm, Zürich und London. Andererseits ist Hugin zugleich auch der Ad-hoc-Dienstleister mit der geringsten Deutschland-

Präsenz. Lediglich zwei Mitarbeiter sind nach eigenen Angaben derzeit bei der Deutschlandtochter beschäftigt. Hugin hat sich ähnlich wie news aktuell auf die Distribution von Unternehmensinformationen an die Medien spezialisiert. Einen Ad-hoc-Publizitätsservice für Deutschland bietet das Unternehmen seit März 2001 an. Nach eigenen Angaben nutzen derzeit 33 Unternehmen regelmäßig diesen Service (Stand 30. April 2004).

Bis zum Markteintritt von news aktuell und Hugin hatte die DGAP im Segment der Veröffentlichung von Ad-hoc-Meldungen über elektronisch betriebene Informationsverbreitungssysteme praktisch eine Monopolstellung. Wettbewerb fand lediglich im Verhältnis mit den überregionalen Börsenpflichtblättern sowie – in einem äußerst begrenzten Umfang – mit proprietären Lösungen der Emittenten statt. Der Versuch der Stuttgarter Börse, über ihr Tochterunternehmen XiQu einen eigenen Anbieter zu etablieren, scheiterte. Mit dem Markteintritt von news aktuell und Hugin im Jahr 2001 änderten sich die Markt- und Wettbewerbsverhältnisse indessen deutlich.

Die Emittenten hatten nunmehr die Möglichkeit, sich zwischen drei verschiedenen Anbietern zu entscheiden. Dabei konnte die DGAP anfangs noch davon profitieren, als einziger Anbieter im Markt über Vereinbarungen mit allen drei entscheidenden Informationsdienstleistern – also Bloomberg, Reuters und vwd – über die direkte Einspeisung der Ad-hoc-Mitteilungen in die jeweiligen Systeme zu verfügen. Dieser Wettbewerbsvorsprung ging jedoch im Lauf der Zeit verloren. Heute verfügen nach eigenen Angaben alle Ad-hoc-Dienstleister über entsprechende Vereinbarungen mit den drei genannten Informationsdienstleistern.

Der wachsende Wettbewerbsdruck hat dazu geführt, dass die Unterschiede beim Leistungsangebot und bei den Preisstrukturen sukzessive abgebaut wurden. So hat etwa die DGAP ihr Leistungsspektrum um die Verbreitung von Unternehmensnachrichten im Originaltext (Corporate News Service) – ursprünglich eine Domäne von news aktuell und Hugin – ausgebaut. Zudem wurde beim Preismodell und bei den Preisstrukturen ein Wechsel vollzogen. Die Medien berichteten in der zweiten Jahreshälfte des letzten Jahres sogar über einen Preiskampf (Kramer 2003).

Dennoch ist die DGAP nach wie vor auch heute noch mit großem Abstand Marktführer bei der Verbreitung von Ad-hoc-Mitteilungen über elektronisch betriebene Informationsverbreitungssysteme. Allerdings scheint der Vorsprung gegenüber den beiden Mitbewerbern von Quartal zu Quartal geringer zu werden. Nach unseren Berechnungen sank der Marktanteil der DGAP – gemessen an der Zahl der von Emittenten mit Sitz in Deutschland, Österreich und der Schweiz verbreiteten Ad-hoc-Mitteilungen – von rund 83 Prozent im ersten Quartal des Jahres 2003 auf 71 Prozent im ersten Quartal des Jahres 2004. Im März 2004 lag der auf diese Weise gemessene Marktanteil der DGAP erstmals unter der Marke von 70 Prozent.

Im Unterschied dazu konnten sowohl news aktuell als auch Hugin deutliche Marktanteilsgewinne verbuchen. So kletterte der Marktanteil von news aktuell im gleichen Zeitraum von rund 15 Prozent auf nunmehr rund 25 Prozent. Im April 2004 lag der Anteil von news aktuell bei der Verbreitung von Ad-hoc-Meldungen über elektronisch betriebene Informationsverbreitungssysteme bei rund 28 Prozent. Hugin konnte seinen Marktanteil in dem genannten Zeitraum von rund 2 Prozent auf 4,5 Prozent mehr als verdoppeln. Zuletzt rutschte der Marktanteil indes wieder unter die Marke von 3 Prozent (April 2004). Die nachstehende Abbildung vermittelt ein detailliertes Bild von der Entwicklung der Marktanteile seit Anfang 2003.

Tab. 2.1: Marktanteile der Ad-hoc-Dienstleister nach Anzahl der Meldungen

(Basis: Ad-hoc-Mitteilungen von Emittenten mit Sitz in Deutschland, Österreich und der Schweiz, die im Zeitraum Q1/2003 bis Q1/2004 verbreitet wurden)

Marktanteile*	DGAP	news aktuell/ euro adhoc	Hugin IR Services
Q 1 / 2003	83,1 %	14,7 %	2,2 %
Q 2 / 2003	82,4 %	15,9 %	1,7 %
Q 3 / 2003	75,7 %	21,1 %	3,2 %
Q 4 / 2003	74,2 %	21,1 %	4,7 %
Q 1 / 2004	70,8 %	24,7 %	4,5 %

* **Quelle** : Eigene Berechnungen. Für die Richtigkeit der Angaben wird keine Gewährleistung übernommen.
Aufgrund von Rundungen kann es zu Ungenauigkeiten in einer Größenordnung von $\pm 0,1$ % kommen.

3. Vergleich der Ad-hoc-Dienstleister

3.1 Überblick

Im Folgenden werden die Ergebnisse des Anbietervergleichs dargestellt. Der Vergleich basiert im Wesentlichen auf den im Rahmen der Befragung gewonnenen freiwilligen Angaben der Dienstleister, den Produktbroschüren sowie den offiziellen Preislisten. Diese Angaben wurden um eigene Recherchen ergänzt. Die Autoren weisen darauf hin, dass sich viele Angaben – insbesondere etwa zu den Verträgen mit den Anbietern von elektronisch betriebenen Informationsverbreitungssystemen – einer externen Überprüfung entziehen. In den Fällen, in denen Angaben nicht zweifelsfrei verifiziert werden konnten, wurde auf eine Veröffentlichung verzichtet.

Die Ergebnisse des Anbietervergleichs werden aus Gründen der Übersichtlichkeit in tabellarischer Form dargestellt sowie nachfolgend gegebenenfalls kurz erläutert.

3.2 Wesentliche Ergebnisse des Anbietervergleichs

Die Ergebnisse der Emittentenbefragung zeigen, dass die Reichweite der Publikationsmedien unter allen genannten Vorteilen der elektronisch betriebenen Informationsverbreitungssysteme gegenüber den überregionalen Börsenpflichtblättern das größte Gewicht hat. Dies legt den Schluss nahe, dass die Reichweite auch bei der Auswahl des Ad-hoc-Dienstleisters eine zentrale Rolle spielt.

Die Frage nach der Reichweite der Ad-hoc-Dienstleister wurde daher gleich mehrfach gestellt. Eine Schlüsselrolle – insbesondere mit Blick auf die bereits gesetzlich gebotene Herstellung der Bereichsöffentlichkeit kommt wie bereits dargestellt den Informationsdienstleistern Bloomberg, Reuters und Vereinigte Wirtschaftsdienste zu. Alle Ad-hoc-Dienstleister gaben an, mit den drei genannten Informationsdienstleistern Vereinbarungen über die Verbreitung der bei ihnen abgesetzten Pflichtmitteilungen in Echtzeit und im Originaltext getroffen zu haben. Dies ist insoweit bemerkenswert, als es nach Auffassung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zur Herstellung der Bereichsöffentlichkeit ausreicht, wenn die Ad-hoc-Meldungen in eines der genannten elektronisch betriebenen Informationsverbreitungssysteme eingespeist werden.

Die Weiterverbreitung über zusätzliche Informationskanäle eröffnet den Kunden der Ad-hoc-Dienstleister Reichweitzuwächse, die unter dem Gesichtspunkt der Investor Relations zweifellos positiv zu bewerten sind, mit Blick auf das gesetzlich geforderte Minimalziel „Herstellung der Bereichsöffentlichkeit“ hingegen keine Bedeutung haben. Eine abschließende Bewertung der Ad-hoc-Dienstleister ist an diesem Punkt kaum möglich, da hier jeder Anbieter Stärken und Schwächen besitzt.

Tab. 3.1: Leistungsangebot und Preisstruktur der Ad-hoc-Dienstleister

	DGAP	news aktuell/ euro adhoc	Hugin IR Services
Anbieter von elektronisch betriebenen Informationsverbreitungssystemen, mit denen Vereinbarungen über die Verbreitung der Ad-hoc-Mitteilungen im Originaltext abgeschlossen wurden	<input checked="" type="checkbox"/> Bloomberg <input checked="" type="checkbox"/> Reuters <input checked="" type="checkbox"/> vwd <input checked="" type="checkbox"/> b.i.s. <input type="checkbox"/> dpa <input checked="" type="checkbox"/> dpa-AFX <input checked="" type="checkbox"/> Moneyline Telerate <input type="checkbox"/> Teledata <input checked="" type="checkbox"/> Telekurs <input checked="" type="checkbox"/> Thomson Financial	<input checked="" type="checkbox"/> Bloomberg <input checked="" type="checkbox"/> Reuters <input checked="" type="checkbox"/> vwd <input checked="" type="checkbox"/> b.i.s. <input checked="" type="checkbox"/> dpa <input checked="" type="checkbox"/> dpa-AFX <input checked="" type="checkbox"/> Moneyline Telerate <input checked="" type="checkbox"/> Teledata <input checked="" type="checkbox"/> Telekurs <input checked="" type="checkbox"/> Thomson Financial	<input checked="" type="checkbox"/> Bloomberg <input checked="" type="checkbox"/> Reuters <input checked="" type="checkbox"/> vwd <input checked="" type="checkbox"/> b.i.s. <input type="checkbox"/> dpa <input checked="" type="checkbox"/> dpa-AFX <input type="checkbox"/> Moneyline Telerate <input checked="" type="checkbox"/> Teledata <input type="checkbox"/> Telekurs <input checked="" type="checkbox"/> Thomson Financial
angeschlossene deutschsprachige Medien (inkl. Verteilerumfang)	Tageszeitungen: ~130 Magazine: 0 Finanzportale: >100	Tageszeitungen: 226 Magazine: 30 Finanzportale: 97 TV-/Radiosender: 212 Agenturen: 30 Pressestellen: 380	Tageszeitungen: ~50 Magazine: 0 Finanzportale: ~160
sonstige angeschlossene Nachrichtennetzwerke	<input checked="" type="checkbox"/> DVFA (ca. 3.000 Fin. Professionals)	<input checked="" type="checkbox"/> Schweizerische Depeschen-Agentur <input checked="" type="checkbox"/> Austria Press Agency	<input checked="" type="checkbox"/> AFX News Ltd. <input checked="" type="checkbox"/> Onvista (inkl. Partner-Sites)
Offenlegung des Verteilers gegenüber den Emittenten	<input type="checkbox"/> Ja <input type="checkbox"/> Nein <input checked="" type="checkbox"/> auf Anfrage	<input checked="" type="checkbox"/> Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/> auf Anfrage	<input checked="" type="checkbox"/> Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/> auf Anfrage
Zusätzliche Verbreitungswege für Ad-hoc-Mitteilungen	<input checked="" type="checkbox"/> Business Wire <input checked="" type="checkbox"/> PR Newswire <input checked="" type="checkbox"/> presstext europa <input checked="" type="checkbox"/> direct news	<input checked="" type="checkbox"/> Originaltextservice	<input checked="" type="checkbox"/> Thomson Institutional Investor Lists <input checked="" type="checkbox"/> Hugin Media Lists <input checked="" type="checkbox"/> Hugin E-Mail-Update
optionale Zusatz-Services für die Verbreitung von Ad-hoc-Mitteilungen	<input checked="" type="checkbox"/> Fax-Broadcasting <input checked="" type="checkbox"/> E-Mail-Push-Dienst <input checked="" type="checkbox"/> Microsite	<input checked="" type="checkbox"/> Fax-Broadcasting <input checked="" type="checkbox"/> E-Mail-Push-Dienst <input checked="" type="checkbox"/> Microsite	<input checked="" type="checkbox"/> Fax-Broadcasting <input checked="" type="checkbox"/> E-Mail-Push-Dienst <input checked="" type="checkbox"/> Microsite
optionale englischsprachige Informationskanäle für die Verbreitung von Ad-hoc-Mitteilungen	<input checked="" type="checkbox"/> Business Wire <input checked="" type="checkbox"/> PR Newswire	<input checked="" type="checkbox"/> RNS (LSE) <input checked="" type="checkbox"/> na europe (UK) <input checked="" type="checkbox"/> Market Wire (USA)	<input checked="" type="checkbox"/> Comtex News Network* <input checked="" type="checkbox"/> Multex Europe* <input checked="" type="checkbox"/> Primezone (USA) <input checked="" type="checkbox"/> Hugin Media Lists * ohne Mehrkosten
Preismodell			
1. Einzelbeauftragung			
· Kosten pro verbreiteter Meldung (deutsch) :	450,00 €	220,00 €	240,00 €
· Kosten für den englischen Meldungstext:	0,00 €	0,00 €	0,00 €
· Grundgebühr:	0,00 €	0,00 €	0,00 €
2. Rahmenvertrag			
· Kosten pro verbreiteter Meldung (deutsch) :	200,00 bis 250,00 €	220,00 €	180,00 € bis 220,00 €
· Kosten für den englischen Meldungstext:	0,00 €	0,00 €	0,00 €
· Grundgebühr:	0,00 bis 1.000,00 €	0,00 €	0,00 €
· Vertragslaufzeit:	12 bis 36 Monate	12 Monate	12 Monate
· Kündigungsfrist:	3 Monate zum Vertragsende	3 Monate zum Monatsende	3 Monate zum Vertragsende
3. Pauschalvergütung	wird nicht angeboten	wird nicht angeboten	wird nicht angeboten
Verfügbarkeit der telefonischen Kundenbetreuung	Börsenhandelstage*: 07:00 Uhr bis 21:00 Uhr Handelsfreie Tage*: – * außerhalb der Servicezeiten ist ein telefonischer Bereitschaftsdienst verfügbar	Börsenhandelstage*: 07:00 Uhr bis 20:00 Uhr Handelsfreie Tage*: 10:00 Uhr bis 17:30 Uhr * außerhalb der Servicezeiten technische 24/7-Hotline über Austria Press Agency (APA)	Börsenhandelstage*: 06:00 Uhr bis 20:00 Uhr Handelsfreie Tage*: – * außerhalb der Servicezeiten erfolgte eine Rufweiterleitung

	DGAP	news aktuell/ euro adhoc	Hugin IR Services
Leistungsmerkmale des Ad-hoc-Publizitätsservices	<ul style="list-style-type: none"> ■ Darstellung von Tabellen ■ Einbindung von Hyperlinks <input type="checkbox"/> Versand von Datei-anhängen ■ gleichzeitige Eingabe des Meldungstextes in d. und e. Sprache ■ automatisches Sendeprotokoll 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Darstellung von Tabellen ■ Einbindung von Hyperlinks ■ Versand von Datei-anhängen ■ gleichzeitige Eingabe des Meldungstextes in d. und e. Sprache ■ automatisches Sendeprotokoll 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Darstellung von Tabellen ■ Einbindung von Hyperlinks ■ Versand von Datei-anhängen ■ gleichzeitige Eingabe des Meldungstextes in d. und e. Sprache ■ automatisches Sendeprotokoll
Begrenzung des Textumfangs bei Eingabe der Meldung über das Web-Interface	<ul style="list-style-type: none"> ■ Ja <input type="checkbox"/> Nein 	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Ja ■ Nein 	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Ja ■ Nein
Verwendete Sicherheitsstandards	RSA Secure ID Token SSL 128 Bit-Schlüssel	TAN / Passwort SSL 128 Bit-Schlüssel	Username / Passwort SSL 128 Bit-Schlüssel
Weitere Services zur Erfüllung gesetzlicher Publizitätspflichten	<ul style="list-style-type: none"> ■ Directors Dealings ■ WpÜG-Meldungen ■ ERS 	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Directors Dealings ■ WpÜG-Meldungen ■ ERS 	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Directors Dealings <input type="checkbox"/> WpÜG-Meldungen ■ ERS

Dabei kommen auch die historischen Wurzeln der Anbieter zum Tragen. Während die DGAP nicht zuletzt aufgrund des Gesellschafterkreises stärker in dem Kapitalmarkt verwurzelt ist, verfügen news aktuell und Hugin über eine stärkere Basis bei den Medien.

So erreicht die DGAP über eine entsprechende Vereinbarung mit der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA), zusätzlich zu der regulären Verbreitung etwa 3.000 professionelle Kapitalmarktteilnehmer in Echtzeit. Bei der Verbreitung der Meldung an die Medien im In- und Ausland setzt der Ad-hoc-Dienstleister sehr stark auf kostenpflichtige Informationskanäle externer Partner (Business Wire, PR Newswire, presstext europa und direct news).

Im Unterschied dazu kann news aktuell mit einem weit verzweigten Mediennetzwerk aufwarten. Sowohl direkt – im Rahmen der regulären Ad-hoc-Veröffentlichung – als auch indirekt bietet news aktuell wohl den besten Zugang zu den Redaktionen im deutschsprachigen Raum. Die Verbreitung von Ad-hoc-Meldungen im angelsächsischen Sprachraum erfolgt teils über eigene Services (na europe UK), teils über Angebote von Partnern (RNS/London Stock Exchange und Market Wire).

Durch die ausgeprägte internationale Ausrichtung des Unternehmens bietet Hugin das wohl dichteste Netzwerk bei den Medien in den skandinavischen Ländern. Zu beachten ist hierbei, dass einige Verbreitungswege, wie etwa das Comtex News Network und Multex Europe, für die Emittenten keine zusätzlichen Kosten verursachen. Eine Aussage über die Qualität dieser kostenfreien Verbreitungswege kann an dieser Stelle nicht getroffen werden.

Keine nennenswerten Unterschiede bestehen offenbar bei den optionalen Zusatzservices für die Verbreitung von Ad-hoc-Mitteilungen. So bieten alle drei Ad-hoc-Dienstleister Fax- und E-Mail-Broadcasting-Services, mit deren Hilfe die Pflicht-

mitteilungen zeitgleich mit der Herstellung der Bereichsöffentlichkeit optional auch über den Fax- bzw. E-Mail-Verteiler des Emittenten verbreitet werden können.

Ebenfalls keine bedeutenden Unterschiede bestehen in Bezug auf die Leistungsmerkmale des Ad-hoc-Publizitätsservices. Es fällt lediglich auf, dass bei der DGAP – im Unterschied zu den beiden anderen Dienstleistern – keine Dateianhänge, wie etwa Quartalsberichte zeitgleich mit der Ad-hoc-Veröffentlichung verschickt werden können. Desweiteren fällt auf, dass bei der DGAP der zulässige Textumfang bei der Eingabe der Meldung über das Web-Interface begrenzt ist. Auf Nachfrage war zu erfahren, dass sich diese Begrenzung aus den Vorgaben einzelner Vendoren in Bezug auf den zulässigen Textumfang ableitet.

Geringfügige Unterschiede bestehen bei den verwendeten Sicherheitsstandards, eine Kategorie, die – wenn man den Ergebnissen der Emittentenbefragung folgt – für die Emittenten offenbar von untergeordneter Bedeutung ist. So setzen zwar alle Ad-hoc-Dienstleister bei der Datenübermittlung auf eine 128-Bit-Verschlüsselung der Daten. Unterschiede bestehen aber bei den für das Berechtigungssystem verwendeten Sicherheitsstandards. Die aufwändigste Lösung verwendet sicherlich die DGAP mit dem RSA Secure ID Token. Bei news aktuell wird der Zugang zu dem Berechtigungssystem – ähnlich wie bei einem Online-Bankingsystem – durch eine Kombination von Passwort und Transaktionsnummern (TANs) geschützt. Hugin setzt hier lediglich auf eine Kombination von Username und Passwort.

Stärker ausgeprägt als bei den Leistungsmerkmalen sind die Unterschiede bei den Preisstrukturen. Ein direkter Preisvergleich wird dadurch erschwert, dass die Ad-hoc-Dienstleistungen teilweise im Paket mit anderen Publizitätsservices angeboten werden. Zudem scheinen die Anbieter vereinzelt zum Teil auch erhebliche Rabatte auf die offiziellen Preise einzuräumen.

Über das transparenteste Preismodell verfügt ohne Zweifel news aktuell. Bei news aktuell kostet die Verbreitung einer Ad-hoc-Mitteilung pauschal 220,00 €. Für die Verbreitung des englischen Meldungstextes fallen keine gesonderten Gebühren an, auch eine Grundgebühr wird nicht berechnet. Eine Rahmenvereinbarung ist zwar möglich, bietet aber aus der Perspektive der Emittenten betrachtet letztlich keine materiellen Unterschiede gegenüber einer Einzelbeauftragung.

Die DGAP bietet zwei Preismodelle an. Die Emittenten haben die Wahl zwischen einer Einzelbeauftragung und einem Rahmenvertrag. Bei der Einzelbeauftragung liegen die Kosten für die Verbreitung bei 450,00 € pro Ad-hoc-Mitteilung; weitere Kosten fallen nicht an. Bei der Rahmenvereinbarung bewegen sich die Kosten für die Verbreitung einer Ad-hoc-Meldung – je nach Zahl der Meldungen und Vertragslaufzeit – zwischen 200,00 € und 250,00 €. Hinzu kommt eine laufzeitabhängige Grundgebühr in Höhe von 0,00 bis 1.000,00 € pro Jahr. Die DGAP bietet ihren

Emittenten Verträge mit einer Laufzeit zwischen 12 und 36 Monaten, jeweils mit dreimonatiger Kündigungsfrist zum Laufzeitende.

Auch Hugin bietet diesen beiden Preismodelle an. Bei einer Einzelbeauftragung fallen pro verbreiteter Meldung Kosten in Höhe von 240,00 € an. Die Verbreitung des englischen Textes ist in diesem Betrag – wie bei den anderen Anbietern auch – bereits enthalten, eine Grundgebühr fällt bei diesem Modell nicht an. Bei Abschluss eines 12-monatigen Rahmenvertrages mit dreimonatiger Kündigungsfrist zum Laufzeitende liegen die Kosten für die Verbreitung einer Ad-hoc-Mitteilung – abhängig von Meldevolumen – zwischen 180,00 € und 220,00 €. Eine Grundgebühr wird auch bei diesem Modell nicht erhoben.

Abschließend wurde noch erfasst, welche sonstigen Dienstleistungen die Ad-hoc-Dienstleister im Zusammenhang mit der Erfüllung gesetzlicher Veröffentlichungspflichten anbieten. Am besten schneidet dabei die DGAP ab, die Services für alle drei abgefragten Publizitätspflichten – Directors' Dealings, Meldungen nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) und Exchange Reporting System (ERS) – anbietet. An zweiter Stelle folgt news aktuell (WpÜG-Meldungen und ERS). Hugin liegt hier auf Rang drei (ERS).

4. Ergebnisse der Emittentenbefragung

4.1 Überblick

Im Folgenden werden die Ergebnisse der Emittentenbefragung dargestellt. Gefragt wurde dabei zum einen nach den Anforderungen der Unternehmen an die Ad-hoc-Dienstleister, zum anderen nach der Zufriedenheit mit dem Leistungsangebot der verschiedenen Anbieter. Um Ergebnisse vergleichbar zu machen, wurden die Befragten gebeten, anhand einer Schulnotenskala eine Bewertung vorzunehmen. Aus den gewonnenen Auskunftswerten wurde für jede abgefragte Dimension eine Durchschnittsnote in Form eines arithmetischen Mittelwertes berechnet. Zusätzlich wurde der Median ermittelt, um Unterschiede zwischen den Notenverteilungen in angemessener Form berücksichtigen zu können. In beiden Fällen wurden die Antworten, die auf die Kategorie „keine Angabe“ entfielen, nicht berücksichtigt.

Das hier angewendete Verfahren ist insoweit nicht unproblematisch, als bei der Bewertung der DGAP eine weitaus höhere Zahl von Antwortwerten ermittelt werden konnte als bei den beiden anderen Anbietern. Dies liegt aber in der Natur der Sache, da die große Mehrheit der Emittenten als – Folge der historisch bedingten Monopolstellung – über unmittelbare Erfahrungen in der Zusammenarbeit mit der DGAP verfügt und insoweit in der Lage ist, valide Urteile abzugeben. Für news aktuell und Hugin trifft dies dagegen nur für einen kleineren Kreis von Emittenten zu. Ein umfassendes Bild von der Zufriedenheit der Emittenten mit den verschiedenen Ad-hoc-Dienstleistern ergibt sich daher weniger aus der Betrachtung einzelner Notenwerte als vielmehr aus einer Zusammenschau aller Antworten.

4.2 Wesentliche Ergebnisse der Emittentenbefragung

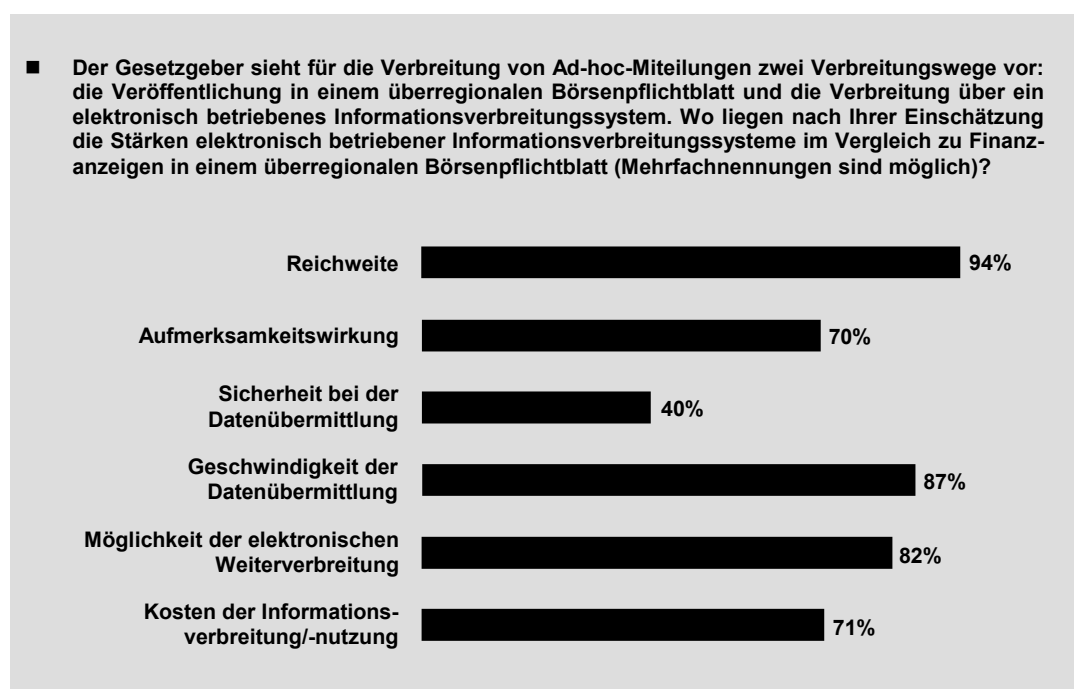
Das Wertpapierhandelsgesetz sieht für die Offenlegung von kursbeeinflussenden Tatsachen zwei alternative Verbreitungswege vor: Die Emittenten haben die Wahl zwischen der Veröffentlichung der Meldung in einem überregionalen Börsenpflichtblatt und über ein „elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem“. Angesichts der wachsenden Bedeutung elektronischer Publikationsmedien für die Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen wurde zunächst nach den spezifischen Vorteilen der elektronisch betriebenen Informationsverbreitungssysteme gegenüber den überregionalen Börsenpflichtblättern gefragt.

Das Ergebnis kann kaum überraschen. Als wichtigster Vorteil wurde die Reichweite elektronischer Medien genannt. 94 Prozent der Befragten sind der Meinung, dass die elektronisch betriebenen Informationsverbreitungssysteme den Printmedien in Bezug auf die Reichweite überlegen sind. Auf Rang zwei liegt die Geschwindigkeit der Datenübermittlung (87 Prozent), gefolgt von der Möglichkeit der elektronischen

Weiterverbreitung (82 Prozent). Immerhin sieben von zehn Befragten sind der Auffassung, dass die elektronisch betriebenen Informationsverbreitungssysteme den überregionalen Börsenpflichtblättern in Bezug auf die Aufmerksamkeitswirkung und die Kosten der Informationsverbreitung bzw. -nutzung überlegen sind.

Dagegen sehen die Befragten in punkto Sicherheit keine nennenswerten Vorteile. Nur 40 Prozent der befragten Emittenten sind der Meinung, dass die elektronisch betriebenen Informationsverbreitungssysteme in Bezug auf die Sicherheit bei der Datenübermittlung Vorteile gegenüber den klassischen Publikationsmedien bieten.

Abb. 4.1: Vorteile elektronisch betriebener Informationsverbreitungssysteme

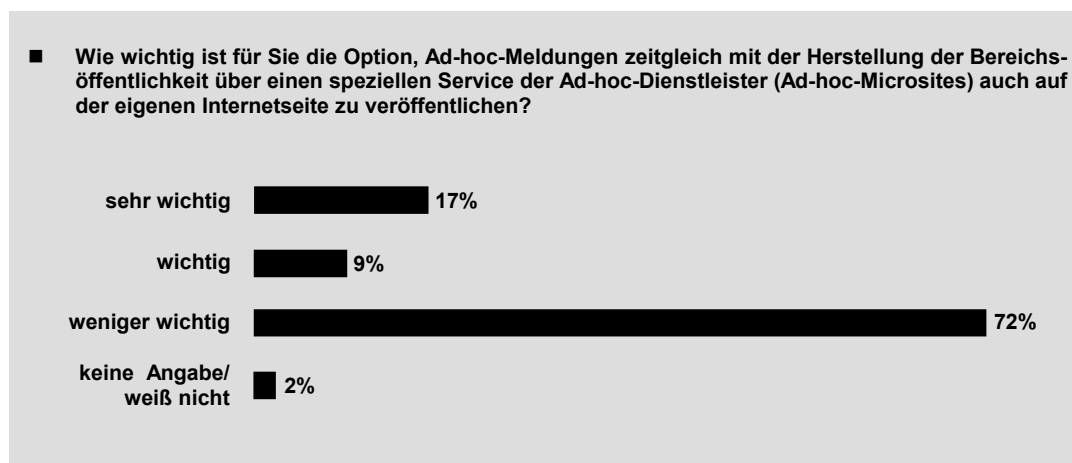


In neueren Gesetzen wird verstärkt auf elektronische Publikationsmedien Bezug genommen. Im europäischen Kontext erfährt in diesem Zusammenhang das Internet als Distributionsweg für die Ad-hoc-Mitteilungen eine deutliche Aufwertung. So schreibt etwa die EG-Marktmissbrauchsrichtlinie, die bis zum 12. Oktober 2004 in nationales Recht transformiert werden muss, in Artikel 6 Absatz 1 vor, dass die Emittenten alle Insiderinformationen, die sie der Öffentlichkeit mitteilen müssen, „während eines angemessenen Zeitraums auf ihrer Internetseite anzeigen“.

Vor dem Hintergrund dieser Änderungen im kapitalmarktrechtlichen Umfeld und der daraus resultierenden steigenden Komplexität der Kommunikationsaufgaben haben wir nach der Bedeutung eines optionalen Zusatzservices gefragt, mit dem die Pflichtmitteilungen von den Ad-hoc-Dienstleistern zeitgleich mit der Herstellung

der Bereichsöffentlichkeit direkt auf der Internetseite der Emittenten veröffentlicht werden (Microsites). Das Ergebnis fiel überraschend aus: Gerade einmal jeder vierte Befragte hält einen derartigen Publikationsservice für sehr wichtig (17 Prozent) bzw. wichtig (9 Prozent). Rund drei Viertel der Befragten sind dagegen der Auffassung, ein derartiger Service sei weniger wichtig (72 Prozent).

Abb. 4.2: Bedeutung von Ad-hoc-Microsites



Die Anforderungen an die Unternehmenspublizität nehmen vor allem bei den börsennotierten Aktiengesellschaften beständig zu. Vor dem Hintergrund der Bilanzskandale der jüngsten Zeit werden die Unternehmen in allen entwickelten Kapitalmärkten zu mehr Transparenz verpflichtet. Quartalsberichte und Jahresabschlüsse nach internationalen Rechnungslegungsstandards, Angaben über wesentliche Beteiligungen und Informationen über Geschäfte des Managements mit Aktien der eigenen Gesellschaft sind nur einige Beispiele hierfür. Mit zunehmender Regulungsdichte und -intensität der kapitalmarktrechtlichen Publizitätsnormen nimmt auch die Komplexität der Kommunikationsaufgaben zu.

Wir haben daher nach den Erwartungen der Emittenten in Bezug auf die Breite des Leistungsangebotes der Ad-hoc-Dienstleister gefragt. Konkret wurde dabei nach der Bedeutung von Publikationsdiensten im Zusammenhang mit der Offenlegung von Wertpapiergeschäften des Managements in Aktien der eigenen Gesellschaft (Director's Dealings), Meldungen im Zusammenhang mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) und dem Exchange Reporting System (ERS) für die Emittenten gefragt.

Unsere Erwartung war angesichts der steigenden gesetzlichen Anforderungen an die Kapitalmarktkommunikation, dass der Wunsch nach leistungsfähigen Anbietern, die – nach dem Konzept des „One Stop Shopping“ – ein umfassendes Angebot von Dienstleistungen zur Erfüllung der gesetzlichen Publikationspflichten aus einer

Hand bieten (Full Service), wächst. Diese Erwartung wurde indessen nur teilweise bestätigt. Bei vordergründiger Betrachtung ergab sich ein sehr undifferenziertes Meinungsbild, bei dem sich in etwa gleich viele zustimmende und ablehnende Einschätzungen gegenüberstanden. Wir haben deshalb in einem zweiten Schritt das Antwortverhalten der Emittenten getrennt nach Indexsegmenten untersucht. Dabei hat sich ein signifikanter Zusammenhang zwischen der Indexzugehörigkeit und den Anforderungen an die Breite des Leistungsangebotes der Ad-hoc-Dienstleister auf der anderen Seite gezeigt. Grundsätzlich scheint es hierbei so zu sein, dass sich die stärker kapitalisierten Unternehmen bei der Auswahl des Ad-hoc-Dienstleisters weniger von dem Umfang des Servicespektrums leiten lassen als die Small- und Mid Cap-Unternehmen. Besonders ausgeprägt ist dieser Zusammenhang bei dem Exchange Reporting System und den Directors's Dealings.

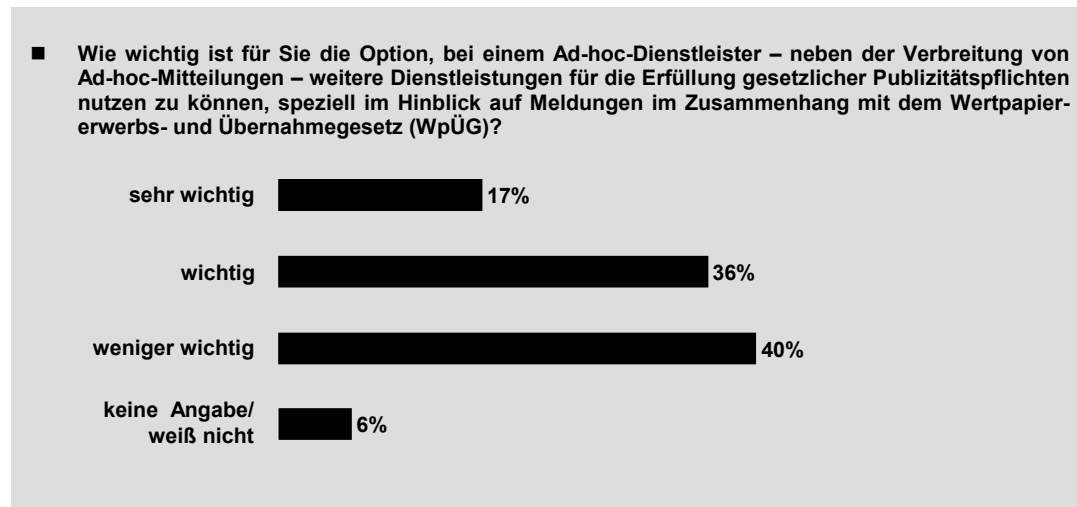
Abb. 4.3: Bedeutung optionaler Services für die Erfüllung der Publizitätspflichten im Bereich des Exchange Reporting Systems (ERS)



Tab. 4.1: Bedeutung optionaler Services für die Erfüllung der Publizitätspflichten im Bereich des Exchange Reporting Systems (ERS)
(Antworten differenziert nach Index-Segmenten)

Index-Segment	sehr wichtig	wichtig	weniger wichtig	k.A.
Durchschnittswert	25 %	28 %	43 %	4 %
Dax	0 %	0 %	80 %	20 %
MDax	45 %	36 %	19 %	0 %
SDax	29 %	29 %	36 %	6 %
TecDax	20 %	40 %	40 %	0 %
CDax	25 %	30 %	44 %	1 %

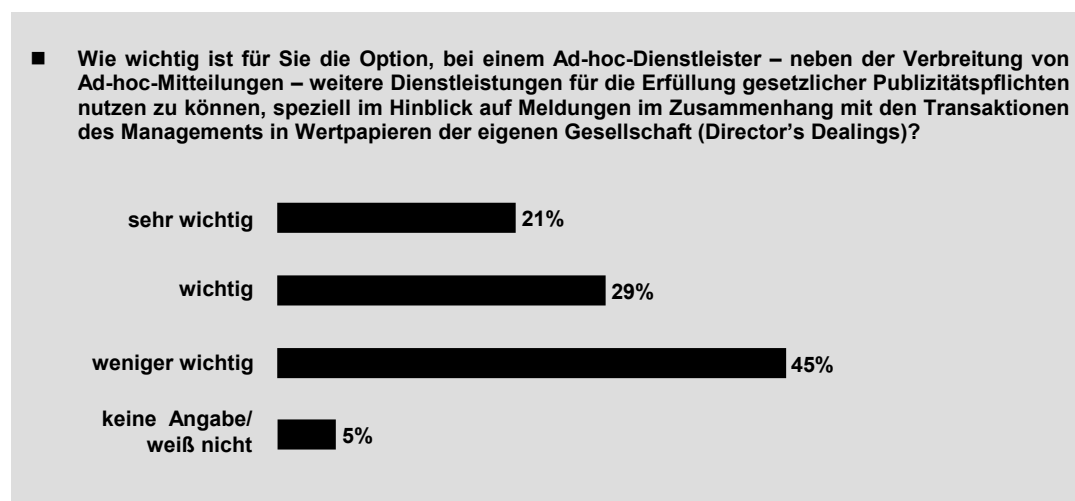
Abb. 4.4: Bedeutung optionaler Services für die Erfüllung gesetzlicher Publizitätspflichten im Zusammenhang mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)



Tab. 4.2: Bedeutung optionaler Services für die Erfüllung gesetzlicher Publizitätspflichten im Zusammenhang mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)
(Antworten differenziert nach Index-Segmenten)

Index-Segment	sehr wichtig	wichtig	weniger wichtig	k.A.
Durchschnittswert	17 %	36 %	41 %	6 %
Dax	10 %	30 %	50 %	10 %
MDax	36 %	36 %	19 %	9 %
SDax	14 %	64 %	14 %	8 %
TecDax	0 %	40 %	40 %	20 %
CDax	17 %	31 %	47 %	5 %

Abb. 4.5: Bedeutung optionaler Services für die Erfüllung gesetzlicher Publizitätspflichten im Zusammenhang mit Transaktionen des Managements in Wertpapieren der eigenen Gesellschaft (Director's Dealings)



Tab. 4.3: Bedeutung optionaler Services für die Erfüllung gesetzlicher Publizitätspflichten im Zusammenhang mit Transaktionen des Managements in Wertpapieren der eigenen Gesellschaft (Director's Dealings) (Antworten differenziert nach Index-Segmenten)

Index-Segment	sehr wichtig	wichtig	weniger wichtig	k.A.
Durchschnittswert	21 %	29 %	45 %	5 %
Dax	10 %	20 %	60 %	10 %
MDax	27 %	36 %	36 %	1 %
SDax	43 %	36 %	14 %	7 %
TecDax	0 %	60 %	40 %	0 %
CDax	19 %	26 %	50 %	5 %

Ähnlich stellt sich die Situation mit Blick auf optionale Zusatzservices dar, die eine Verbreitung von Unternehmensnachrichten im Originaltext an die Medien im In- und Ausland ermöglichen. Jeder zweite Befragte gibt an, eine derartige Dienstleistung sei sehr wichtig (16 Prozent) bzw. wichtig (30 Prozent). Die übrigen Befragten sind hingegen der Auffassung, ein derartiger Service sei weniger wichtig (53 Prozent).

Abb. 4.6: Bedeutung eines optionalen Services für die Verbreitung von Unternehmensnachrichten im Originaltext an die Medien

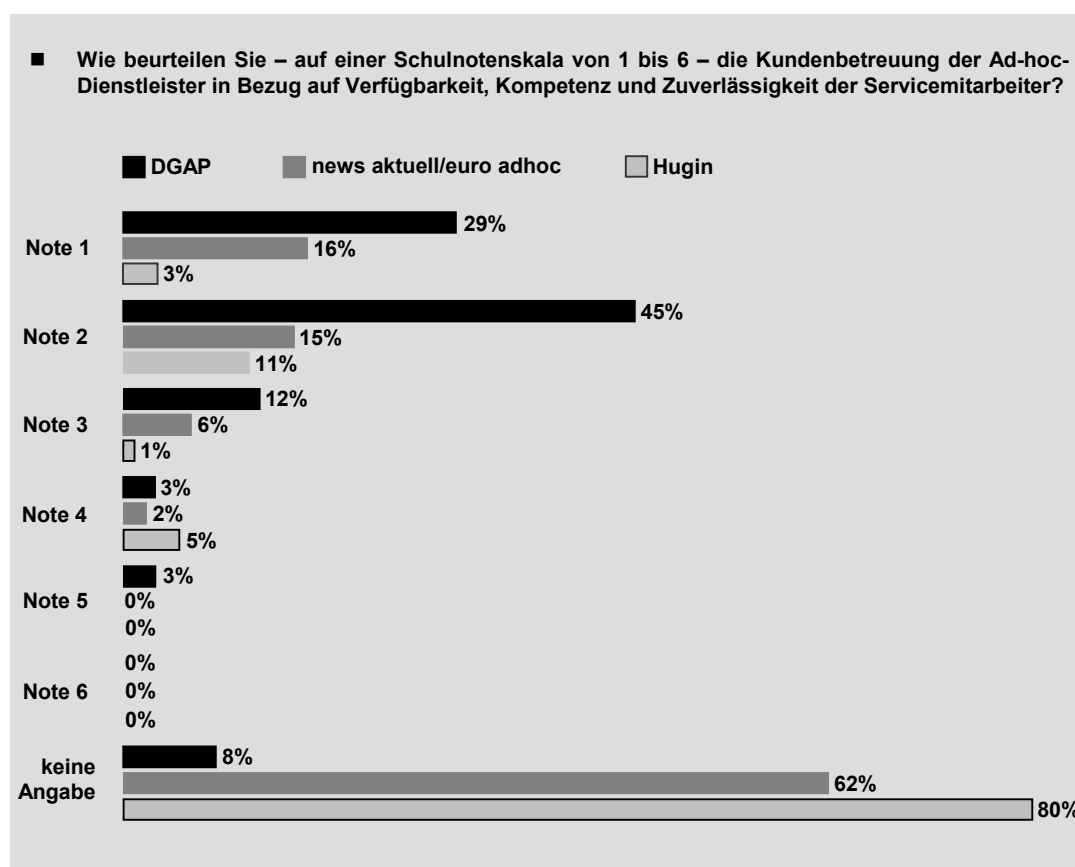


4.3 Die Ad-hoc-Dienstleister im Urteil der Emittenten

Im Folgenden wurde die Zufriedenheit der Emittenten mit dem Leistungsangebot der Ad-hoc-Dienstleister ermittelt. Die Antworten wurden mit Hilfe einer Schulnotenskala erfasst.

Hierbei wurde zunächst nach der Zufriedenheit der Emittenten mit der Kundenbetreuung der Ad-hoc-Dienstleister in Bezug auf die Verfügbarkeit, die Kompetenz und die Zuverlässigkeit der Service-Mitarbeiter gefragt. Am besten schnitt hierbei news aktuell mit dem Ad-hoc-Publizitätsservice „euro adhoc“ ab. Der Dienstleister erhielt die Note 1,8 (Median: 2). Die DGAP schnitt mit einer Note von 2,0 ähnlich gut ab (Median: 2). Hugin erhielt von den Emittenten die Note 2,5 (Median: 2)

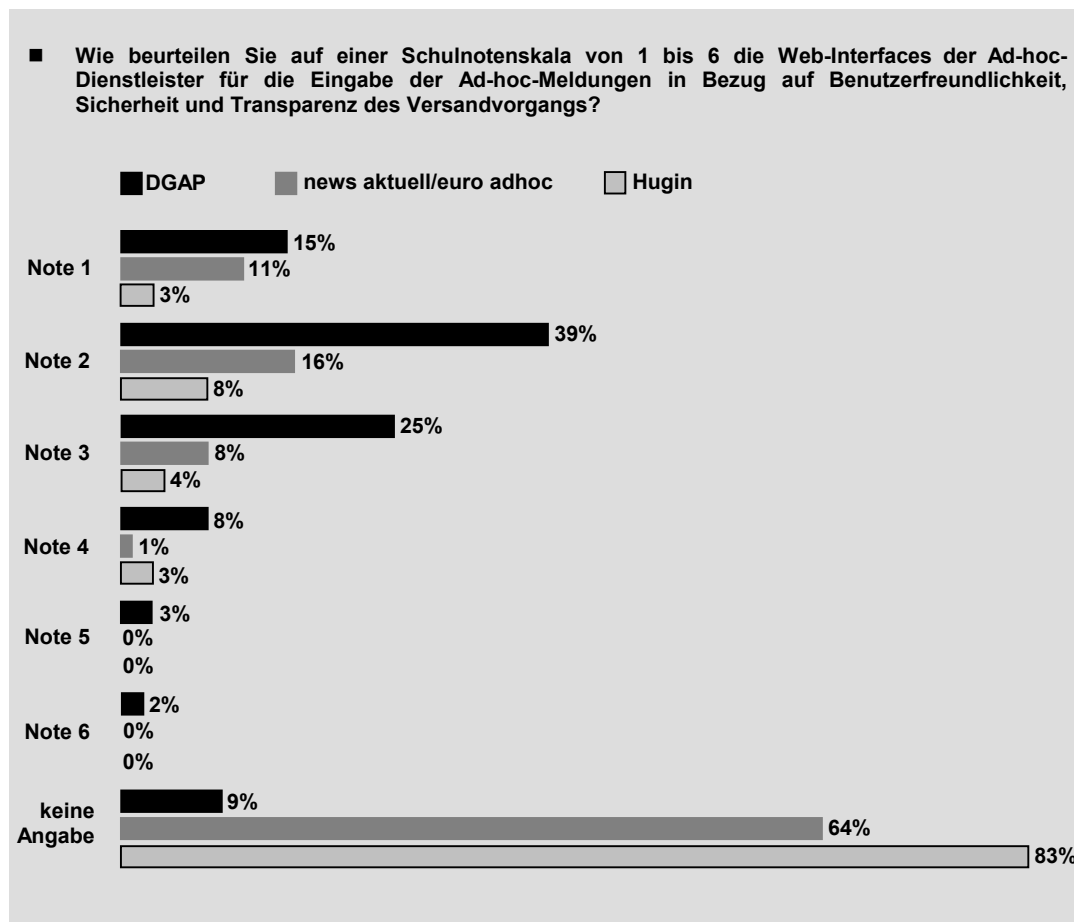
Abb. 4.7: Die Kundenbetreuung der Ad-hoc-Dienstleister im Urteil der Emittenten



Im nächsten Schritt wurde nach der Benutzerfreundlichkeit, Sicherheit und Transparenz der Web-Interfaces für die Eingabe der Ad-hoc-Mitteilungen gefragt. Auch hier hat news aktuell am besten abgeschnitten. Der Ad-hoc-Dienstleister erhielt von den Emittenten für das Web-Interface des Ad-hoc-Publizitätsservices „euro adhoc“ die Note 2,0 (Median: 2). An zweiter Stelle der Rangliste folgt Hugin mit der Note

2,4 (Median: 2), dicht gefolgt von der DGAP, die von den Emittenten für ihr Web-Interface die Note 2,5 (Median: 2) erhielt.

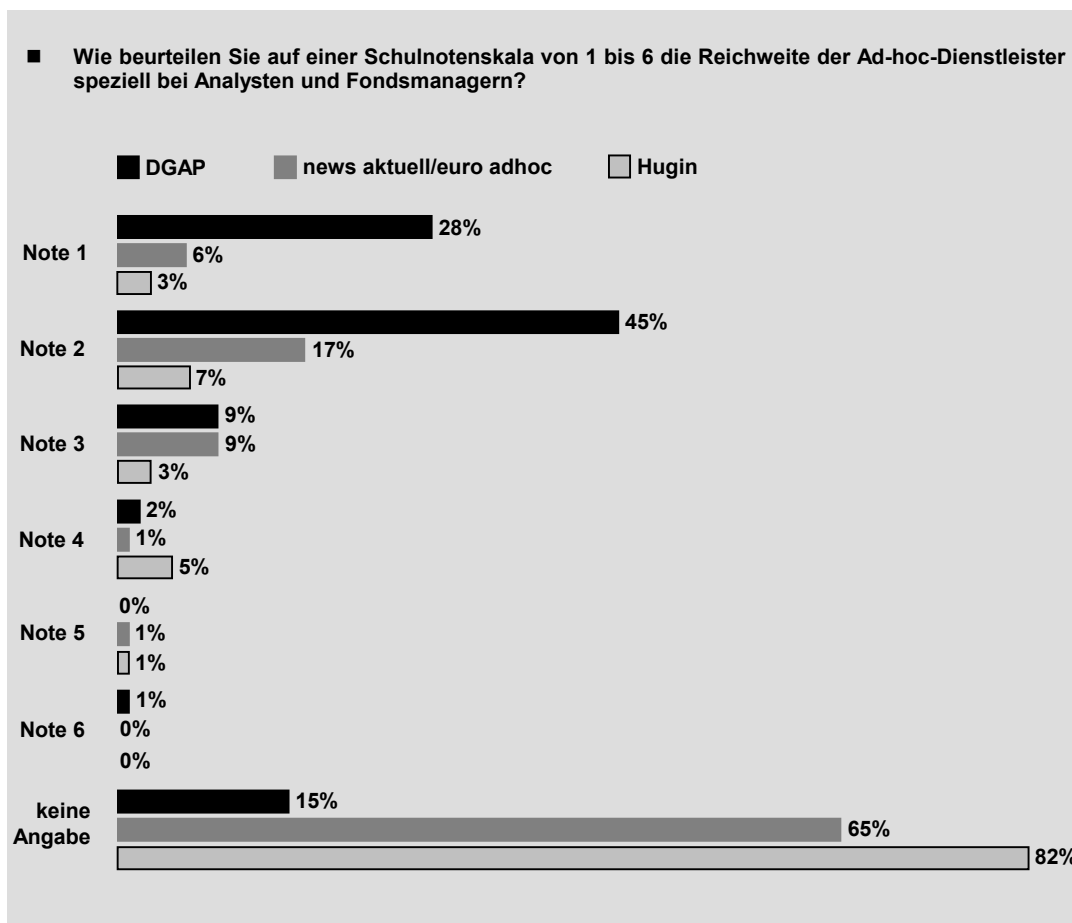
Abb. 4.8: Die Web-Interfaces der Ad-hoc-Dienstleister im Urteil der Emittenten



Mit Blick auf die überragende Bedeutung der Reichweite für die Auswahl des Ad-hoc-Dienstleisters (s.o.) wurde auch nach der Einschätzung bezüglich der Reichweite bei Finanzanalysten und Fondsmanagern sowie bei den Medien und den Finanzportalen im Internet gefragt. In beiden Fällen ergibt sich dasselbe Bild: Die DGAP liegt an erster Stelle, knapp gefolgt von news aktuell. Mit leichtem Abstand folgt Hugin an dritter Position.

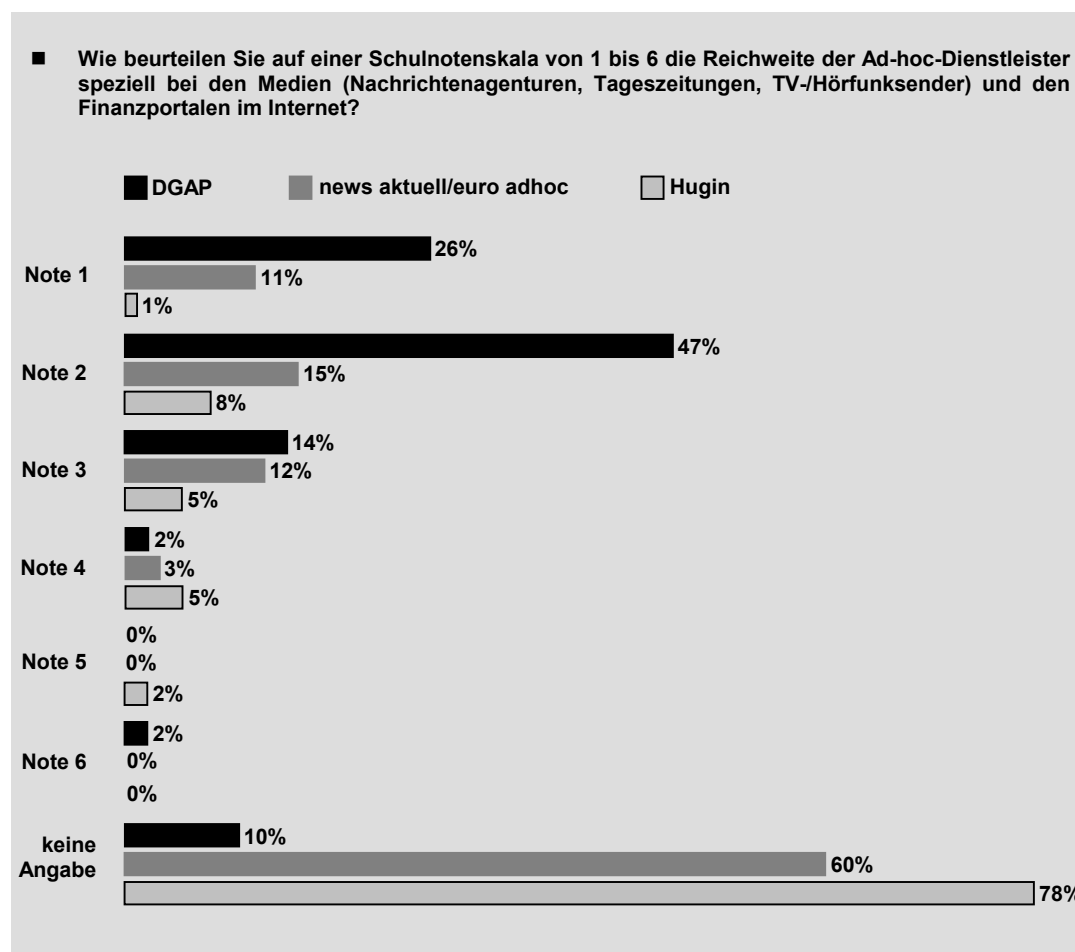
Mit Blick auf die Reichweite bei Finanzanalysten und Fondsmanagern erhält die DGAP von den Emittenten die Note 1,9 (Median: 2). Es folgen news aktuell mit der Note 2,2 (Median: 2) und Hugin mit der Note 2,7 (Median: 3).

Abb. 4.9: Die Reichweite der Ad-hoc-Dienstleister bei Finanzanalysten und Fondsmanagern im Urteil der Emittenten



Mit Blick auf die Reichweite bei den Medien und den Finanzportalen im Internet erhält die DGAP die Bestnote 2,0 (Median: 2). An zweiter Stelle liegt news aktuell mit der Note 2,2 (Median: 2), gefolgt von Hugin mit der Note 3,0 (Median: 3).

Abb. 4.10: Die Reichweite der Ad-hoc-Dienstleister bei den Medien und den Finanzportalen im Internet im Urteil der Emittenten

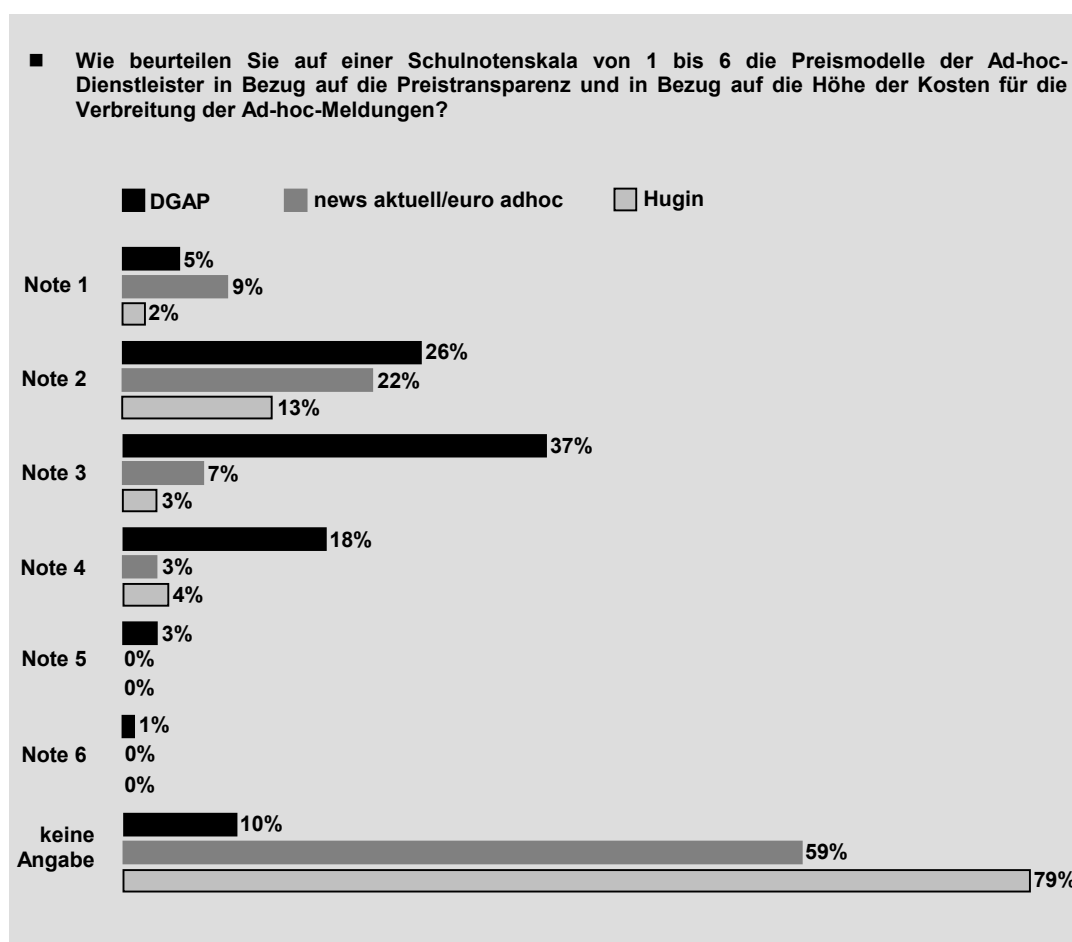


Angesichts der Angleichung des Leistungsspektrums der Ad-hoc-Dienstleister auf der einen Seite und den zunehmenden Budgetrestriktionen der Emittenten auf der anderen Seite ist zu erwarten, dass Kostenaspekte bei der Auswahl der Ad-hoc-Dienstleister eine nicht unerhebliche Rolle spielen. Diese Einschätzung wird durch das Antwortverhalten der Emittenten bei den offenen Zusatzfragen bestätigt.

Wir haben deshalb auch nach der Zufriedenheit der Emittenten mit der Preispolitik der Ad-hoc-Dienstleister gefragt. Das Urteil der Emittenten fiel hierbei besonders eindeutig aus. Besonders gute Noten erhielt news aktuell für sein transparentes Preismodell. Das dpa-Tochterunternehmen verbreitet die Ad-hoc-Mitteilungen zu einem festen und zudem konkurrenzfähigen Preis ohne Grundgebühr. Die Emittenten honorierten die transparente Preispolitik mit der Note 2,1 (Median: 2).

An zweiter Stelle folgt der Ad-hoc-Dienstleister Hugin, der von den Emittenten für sein Preismodell die Note 2,4 erhielt (Median: 2). Mit doch recht deutlichem Abstand auf den bestplatzierten Ad-hoc-Dienstleister folgt die DGAP, die für ihre Preispolitik lediglich die Note 2,9 (Median: 3) erhielt.

Abb. 4.11: Die Preispolitik der Ad-hoc-Dienstleister im Urteil der Emittenten



Fasst man die Ergebnisse der Emittentenbefragung im Hinblick auf die Zufriedenheit mit den Ad-hoc-Dienstleistern zusammen, so ergibt sich folgendes Bild: Insgesamt betrachtet, zeichnen die Emittenten in ihrer Mehrheit ein durchaus positives Bild von den Ad-hoc-Dienstleistern. Sie vergeben 13 Mal die Note „gut“ und 2 Mal die Note „befriedigend“. Am ehesten scheinen die Emittenten noch bei der Preispolitik der Ad-hoc-Dienstleister Handlungsbedarf zu sehen. Am besten schneidet bei der Bewertung news aktuell mit seinem Ad-hoc-Publizitätsservice „euro adhoc“ ab. Das dpa-Tochterunternehmen erhält die Gesamtnote 2,1 („gut“). An zweiter Stelle folgt mit geringfügigem Abstand auf den bestplatzierten Ad-hoc-Dienstleister die DGAP. Das Gemeinschaftsunternehmen der Deutsche Börse AG und der beiden Informationsdienstleister Reuters und Vereinigte Wirtschaftsdienste erhält von

den Emittenten die Gesamtnote 2,3 („gut“). Den dritten Platz beim Ranking der Ad-hoc-Dienstleister belegt Hugin IR Services. Hugin erhält von den Emittenten die Gesamtnote 2,6 („befriedigend“).

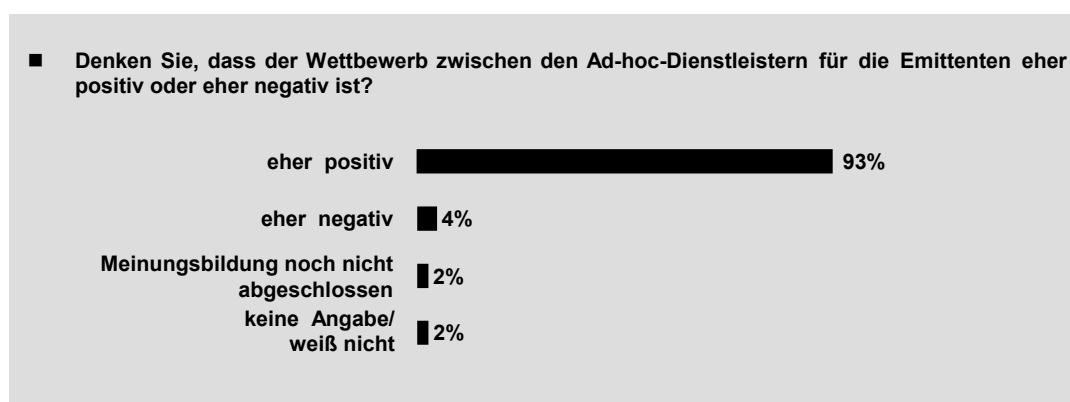
Tab. 4.4: Notenspiegel*

Beurteilungsfeld	DGAP	news aktuell/ euro adhoc	Hugin IR Services
Kundenbetreuung	2,0	1,8	2,5
Web-Interface	2,5	2,0	2,4
Reichweite bei Analysten und Fondsmanagern	1,9	2,2	2,7
Reichweite bei den Medien und den Internet-Finanzportalen	2,0	2,2	3,0
Preispolitik	2,9	2,1	2,4
Gesamtnote	2,3	2,1	2,6

* **Hinweis:** Bei den ausgewiesenen Wert handelt es sich um den arithmetischen Mittelwert. Bei der Berechnung der Noten wurden die Antworten, die auf die Kategorie „keine Angabe“ entfallen, nicht berücksichtigt. Die Bestnote in jeder Kategorie ist jeweils **fett** hervorgehoben.

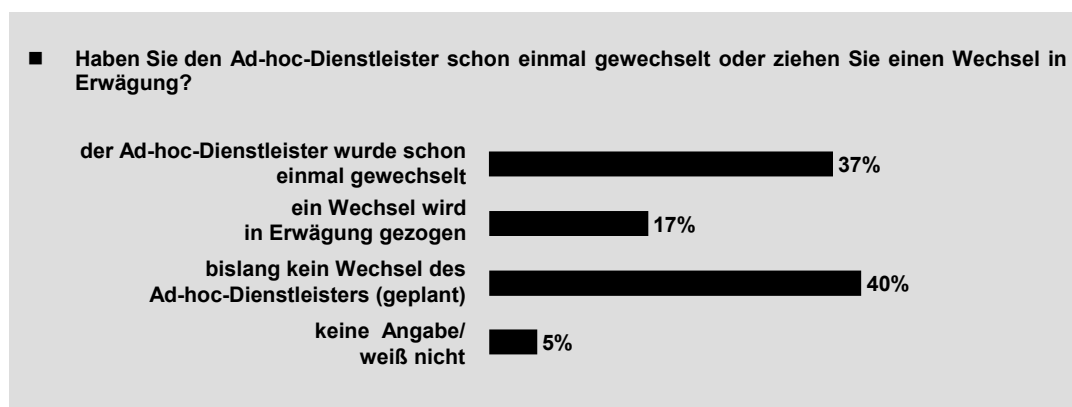
Die Notenverteilung zeigt aber auch, dass die drei Anbieter von den Emittenten in weiten Teilen als austauschbar wahrgenommen werden. Gestützt wird diese Einschätzung durch die Einstellung der Emittenten zu dem Wettbewerb zwischen den Ad-hoc-Dienstleistern. Nach ihrer Einstellung zu dem Anbieterwettbewerb befragt, gaben neun von zehn Befragten (93 Prozent) zu Protokoll, dass der Wettbewerb zwischen den Ad-hoc-Dienstleistern „eher positiv“ ist. Gerade einmal 4 Prozent der Befragten sehen den Wettbewerb „eher negativ“.

Abb. 4.12: Bewertung des Anbieterwettbewerbs zwischen den Ad-hoc-Dienstleistern durch die Emittenten



Eine ähnliches Ergebnis zeigt sich bei der Frage nach der Wechselbereitschaft der Emittenten. So geben 37 Prozent der Befragten an, den Ad-hoc-Dienstleister schon einmal gewechselt zu haben. Als Grund für den Wechsel wurden fast durchgängig Unzufriedenheit mit den Kosten und/oder der Servicequalität genannt. 40 Prozent der Befragten geben dagegen an, in der Vergangenheit noch keinen Wechsel vollzogen zu haben und derzeit auch keinen Wechsel zu planen. Wesentlich interessanter ist die Zahl derer, die angeben, derzeit einen Wechsel in Erwägung zu ziehen. Immerhin 17 Prozent der befragten Emittenten spielen mit dem Gedanken, den Ad-hoc-Dienstleister zu wechseln. Dies zeigt, dass sich der Markt in einer Phase der Konsolidierung befindet. Zusätzlich verstärkt wird der Druck auf die Ad-hoc-Dienstleister durch das rückläufige Meldungsaufkommen.

Abb. 4.13: Wechselbereitschaft der Emittenten in Bezug auf die Ad-hoc-Dienstleister



5. Zusammenfassung

Die vorliegende Studie hat gezeigt, dass die Emittenten mehrheitlich ein positives Bild von dem Leistungsangebot der Ad-hoc-Dienstleister zeichnen. Mit den drei am Markt etablierten Anbietern verfügt der Finanzplatz Deutschland über leistungsfähige Informationsintermediäre, die ein breites und sehr differenziertes Spektrum an Dienstleistungen für die Kommunikation börsennotierter Unternehmen mit den Kapitalmarktakteuren abdecken und auf diese Weise einen erheblichen Beitrag zur Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes leisten.

Die wachsende Bedeutung elektronischer Publikationsmedien zur Offenlegung von Finanzinformationen auch im Rahmen gesetzlicher Publizitätspflichten ist aufgrund der hohen Reichweite, der hohen Geschwindigkeit der Informationsverbreitung und den vergleichsweise geringen Verbreitungskosten zu begrüßen. Es ist davon auszugehen, dass mit dem eingeleiteten Übergang von Printmedien zu elektronischen Medien der Grad der Informationseffizienz der Kapitalmärkte erheblich zunimmt.

Handlungsbedarf könnte durch den Einsatz des Internet als Publikationsmedium entstehen. Durch Art. 6 Abs. 1 der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie erfährt das Internet als Distributionsweg für primäre Finanzinformationen eine deutliche Aufwertung. Die Richtlinie, die von Mitgliedstaaten bis zum 12. Oktober 2004 in nationales Recht umgesetzt werden muss, bestimmt, dass die Emittenten alle Insiderinformationen, die sie der Öffentlichkeit mitteilen müssen, „während eines angemessenen Zeitraums auf ihrer Internetseite anzeigen“ müssen.

Ein gewisses Risiko stellt in diesem Zusammenhang die Möglichkeit einer unkontrollierten Weiterverbreitung von kursbeeinflussenden Unternehmensinformationen im World Wide Web dar. Die Verbreitung von Finanzinformationen erfolgt hier im Wesentlichen durch Einstellen von unbearbeiteten primären Finanzinformationen in Internet-Foren. Darüber hinaus werden die Mitglieder derartiger „Communities“ auch selbst zu Anbietern von primären Finanzinformationen, indem kapitalmarkt-relevante Informationen gefiltert, mit anderen textbasierten und multimedialen Inhalten verknüpft („verlinkt“), kommentiert, redaktionell bearbeitet und in Einzelfällen auch – teilweise bewusst, teilweise unbewusst – verfälscht werden.

Eine erhebliche Herausforderung ergibt sich durch die Wechselwirkungen zwischen stichtagsbezogenen primären Finanzinformationen und den dynamischen Inhalten, in die diese Informationen bei elektronischen Publikationsmedien eingebunden sind. Die Verlinkung von Ad-hoc-Mitteilungen und Quartalsberichten, deren Einbindung in ein Umfeld, das durch dynamische multimediale Inhalte gekennzeichnet ist, aber auch die Art der Präsentation vermag die getroffenen Aussagen verstärken, abzuschwächen oder auch zu verfälschen. In besonderem Maße trifft dies für die nicht autorisierte Weiterverbreitung von Unternehmensinformationen zu. Im Kern geht es hier um die Frage, wie die Datenintegrität und -authentizität unter den veränderten Bedingungen elektronischer Publikationswege sichergestellt werden können.

Service

Adressen der Ad-hoc-Dienstleister

DGAP Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität mbH

Neue Börsenstraße 1
60487 Frankfurt am Main

Telefon (069) 211-18430

Telefax (069) 211-14449

E-Mail marketing@dgap.de

Internet www.dgap.de

news aktuell GmbH/euro adhoc

Mittelweg 144
20148 Hamburg

Telefon (040) 4113-2849

Telefax (040) 4113-2855

E-Mail euroadhoc@newsaktuell.de

Internet www.newsaktuell.de / www.euroadhoc.de

Hugin IR Services Deutschland GmbH

Reichenbachstraße 26
80469 München

Telefon (089) 179592-93

Telefax (089) 179592-99

E-Mail matthias@huginonline.de

Internet www.huginonline.de

Nützliche Web-Links zum Thema Ad-hoc-Publizität

www.bafin.de Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

www.dirk.org Deutscher Investor Relations Kreis (DIRK)

Verwendete Literatur

Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe)/Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)(1998): Insiderhandelsverbote und Ad-hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz, 2. Aufl., Frankfurt a. M.

Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe)/Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)(2000): Schreiben an die Vorstände der zum Amtlichen Handel oder zum Geregelten Markt zugelassenen Aktiengesellschaften sowie die persönlich haftenden Gesellschafter der zum Amtlichen Handel oder zum Geregelten Markt zugelassenen Kommanditgesellschaften auf Aktien betreffend den Missbrauch der Ad-hoc-Publizität, Frankfurt a. M., 22. März 2002

Fama, Eugene (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: Journal of Finance, Vol. 25, S. 383 – 418

Kramer, Thorsten (2003): Ad-hoc-Anbieter DGAP startet Preiskampf, in: Financial Times Deutschland, Ausgabe vom 26. August 2003

Noack, Ulrich (2003): Elektronische Publizität im Aktien- und Kapitalmarktrecht in Deutschland und Europa: Medien für Unternehmensinformationen im Wandel, in: Die Aktiengesellschaft, Heft 10/2003, S. 537 – 550

Kümpel, Siegfried/Assmann, Heinz-Dieter (2003): Ad-hoc-Publizität, in: Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H. (Hrsg.), Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz, 3. neu bearbeitete und erweiterte Aufl., Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, S. 376 – 500

Langendorf, Marc/Weiser, Bernd/Waas, Andreas (2003): Rechtliche Rahmenbedingungen für die Distribution digitaler Produkte von Finanzinformationsanbietern

Steiner, Manfred/Bruns, Christoph (2002): Wertpapiermanagement, 7. überarbeitete und erweiterte Aufl., Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart

Disclaimer

Die in der vorliegenden Studie verwendeten bzw. wiedergegebenen Informationen beruhen auf Quellen, die von den Autoren für vertrauenswürdig und korrekt gehalten werden. Dennoch kann eine Gewährleistung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der in der vorliegenden Studie wiedergegebenen Informationen sowie der von den Autoren aus diesen Informationen abgeleiteten Schlussfolgerungen in keinem Fall übernommen werden.

Die in der Studie wiedergegebenen Informationen und die darauf basierenden Aussagen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Zudem beruhen die von den Autoren in dieser Studie geäußerten Einschätzungen auf zeitpunktbezogenen Betrachtungen sowie auf Zusammenhängen, die zwischenzeitlich eine Veränderung erfahren haben können. Dies gilt um so mehr, als der Gegenstandsbereich der Studie in besonderem Maße der Dynamik des Kapitalmarktgeschehens und des Gesetzgebungsprozesses sowohl in Deutschland als auch in der Europäischen Union unterworfen ist.

Die Autoren übernehmen keine Haftung für Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verwendung der Studie oder ihres Inhaltes entstanden sind oder entstehen.

