

Mit der Umsetzung des am 30. Oktober 2004 in Kraft getretenen AnSVG hat der Gesetzgeber regulierend in die Investor Relations-Arbeit eingegriffen. Die öffentliche Diskussion mit zahlreichen Eingaben an die BaFin zeugt von der Brisanz des Gesetzes sowohl für Aktionärsvertreter als auch für Emittenten.

In seiner Ausrarbeitung „WpHG-Praxis für Investor Relations – Praxiserfahrungen zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG)“, gleichzeitig Band 5 der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., schildert Rechtsanwalt und Autor Jens Wolfram detailliert die Balance zwischen den Interessen der verschiedenen Institutionen, welche vom AnSVG betroffen sind, und gibt aus langjähriger Erfahrung mit der Umsetzung kapitalmarktregulierender Gesetze heraus praxistaugliche Empfehlungen für die täglich Investor Relations-Arbeit.



9 783937 459189

ISBN 3-937459-18-9

JENS WOLFRAM

WpHG-Praxis für Investor Relations

Praxiserfahrungen zum
Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG)

DIRK FORSCHUNGSREIHE, BAND 5

JENS WOLFRAM

**WpHG-Praxis für Investor Relations –
Praxiserfahrungen zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz
(AnSVG)**

DIRK

Deutscher
Investor Relations
Verband e.V.

JENS WOLFRAM

**WpHG-Praxis für Investor Relations –
Praxiserfahrungen zum
Anlegerschutzverbesserungsgesetz
(AnSVG)**

DIRK FORSCHUNGSREIHE: BAND 5

Die Deutsche Bibliothek - CIP-Einheitsaufnahme

Jens Wolfram:

WpHG-Praxis für Investor Relations – Praxiserfahrungen zum Anleger-
schutzverbesserungsgesetz (AnSVG) – Forschungsreihe des DIRK –
Deutscher Investor Relations Verband e.V., Band 5
Verlag: GoingPublic Media AG, Wolfratshausen, 2005
ISBN 3-937459-18-9

© 2005, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.,
Baumwall 7, 20459 Hamburg,
Tel. 040-4136396-0, Fax 040-4136396-9, www.dirk.org

Verlag: GoingPublic Media AG, Bahnhofstr. 26, 82515 Wolfratshausen,
Tel. 08171-419650, Fax 08171-419656, www.goingpublic.de

Titel, Satz: Projektbüro Jürgenliemk, 82377 Penzberg
Druck: Rieß-Druck, Benediktbeuern

Alle Rechte, einschließlich der Übersetzung in Fremdsprachen, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (Druck, Photokopie, Mikrofilm, CD, Internet oder einem anderen Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

1. Auflage Oktober 2005

ISBN 3-937459-18-9

Links:

Der große GoingPublic-Bookshop
www.goingpublic.de/bookshop

DIRK – Deutscher Investor Relations Verband
www.dirk.org

Vorwort des Präsidenten des DIRK

Die zunehmende Regulierungsdichte und die damit verbundene Verrechtlichung der Arbeit von Investor Relations hat durch das am 30. Oktober 2004 in Kraft getretene Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) einen neuen Höhepunkt erfahren. Zahlreiche Eingaben von Wirtschaftsverbänden, die öffentlich geführten Diskussionen und Tagungen beschreiben die schmale Gradwanderung zwischen Handeln zum Wohl der Anleger, Rechtssicherheit und Gefahren einer Überregulierung. Der DIRK hat die Perspektive seiner Mitglieder mehrfach erfolgreich in die Diskussion mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) eingebracht.

Der Autor und Rechtsanwalt Jens Wolfram begleitet seit Jahren intensiv die Umsetzung der Kapitalmarktregulierung in den Unternehmen. Seine Erfahrungen in der Ausgestaltung von Compliance Management in international tätigen Konzernen hat er für die Belange von Investor Relations in diesem Buch verdichtet. Dabei steht neben der organisatorischen Bewältigung der gesetzlichen Erfordernisse die Befassung mit den „Brennpunkten“ der im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) beschriebenen unbestimmten Rechtsbegriffe im Vordergrund. Die Balance von Interessenlagen des Vorstandes, der Rechtsabteilung und Investor Relations mit denen der Privatanleger und Institutionellen Investoren wird plastisch kommentiert.

Dabei scheut der Autor zur Fortentwicklung einer „Best Practice“ nicht die kritische Auseinandersetzung mit BaFin und Emittenten. Investor Relations wird dabei nicht nur die Funktion für die Darstellung der Anlegerinteressen im Unternehmen zugedacht, sondern auch als wichtiger Impulsgeber für eine verbesserte Kapitalmarktkommunikation beschrieben. Dieser Band unserer Forschungsreihe bietet damit nicht nur wertvolle Inhalte für eine produktive Entwicklung des Themas in Deutschland, sondern beschreibt praxistaugliche Empfehlungen für alle Investor Relations-Verantwortliche.

Auch mit diesem Band hoffen wir, Ihnen beim Lesen wertvolle Anregungen und neue Denkanstöße geben zu können.

Frankfurt am Main, im Oktober 2005

Dr. Wolfram Schmitt,

Präsident des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort des Präsidenten des DIRK	5
Abkürzungsverzeichnis	8
1. Die un-/berechtigte Kritik am Anlegerschutzverbesserungsgesetz	9
1.1. Überregulierung des Kapitalmarktes?	11
1.2. Unbestimmte Rechtsbegriffe	14
1.3. Gefahr von Ermittlungen „ins Blaue hinein“	15
1.4. Entwicklung einer Good Practice in Deutschland	17
1.5. Kultur der Kapitalmarktregulierung	20
1.6. Das gläserne Unternehmen: Grenzen der Transparenz	21
2. Investor Relations und Compliance Management	24
2.1. Regulatorisches Umfeld für die IR-Arbeit	24
2.2. Compliance Office: Notwendigkeit und Funktionen	26
2.3. Organisation des Compliance Management	30
2.3.1. Aufbauorganisation	31
2.3.2. Ablauforganisation und Aufgaben	36
2.4. Administration des Insiderverzeichnisses	39
2.5. Aufklärung und Schulung der Insider	44
2.6. Ad-hoc-Gremium	46
2.7. Administration der Directors' Dealings	49
2.8. Krisenkommunikation durch Investor Relations	50
2.9. Relevanz des Compliance Management für die Stakeholder	52
2.9.1. Mitarbeiter und Führungskräfte	52
2.9.2. Privatanleger und institutionelle Investoren	53
2.9.3. Umgang mit der Presse	54
2.9.4. Umgang mit der BaFin	57
2.10. Berichterstattung über das Compliance Management	58
3. Ad-hoc-Publizität	60
3.1. Ad-hoc als Bestandteil der Kapitalmarktpublizität	61
3.2. Unternehmensinternes Ad-hoc-Reporting	67
3.3. Insiderinformation: Grundlage der Publizitätspflicht	68
3.3.1. Allgemeine Voraussetzungen	71
3.3.2. Erhebliches Preisbeeinflussungspotential	73
3.3.3. Zukünftig eintretende Umstände und Prognosen	80

3.3.4. Mehrstufige Entscheidungsprozesse	82
3.3.5. Gerüchte am Markt	84
3.3.6. Unternehmensexterne Umstände	86
3.4. Selbstbefreiung, Aufschub der Veröffentlichung	87
3.4.1. Aktuelle Praxis und Voraussetzungen	88
3.4.2. Vorliegen berechtigter Interessen	89
3.4.3. Schutz der Vertraulichkeit von Insiderinformation	92
3.4.4. Mitteilung für die BaFin	93
3.5. Veröffentlichung	94
4. Insiderhandelsverbote	96
4.1. Insiderinformation	99
4.1.1. Konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Information	99
4.1.2. Erhebliche Beeinflussung des Börsenpreises	100
4.1.3. Potentielle Insiderinformation	101
4.2. Insider als Verpflichtungsadressat	101
4.3. Insiderverbote	102
4.3.1. Erwerbs- und Veräußerungsverbot	102
4.3.2. Verbot der Mitteilung oder des zugänglich Machens	104
4.3.3. Empfehlungs- und Verleitungsverbot	104
4.4. Insiderverzeichnis	105
4.4.1. Identifikation von Insidern mit bestimmungsgemäßen Zugang	105
4.4.2. Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen	107
4.4.3. Insiderverzeichnisse für Externe	108
4.5. Aufklärung von Insidern	109
5. Directors' Dealings	110
6. Marktmanipulation	112
Literaturverzeichnis	114
Anhang	118
Anhang I – Umfrage bei deutschen IR-Managern	115
Anhang II – Gesetzestext WpHG (Auszüge)	119
Anhang III – Verordnung WpAIV	131
Anhang IV – Verordnung MaKonV	136
Zum Autor	141
DIRK-Profil	142
CIRO-Profil	145
Kanzlei Dr. Wolfram	148

Abkürzungsverzeichnis

AktG	Aktiengesetz
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (01.01.1995 – 01.05.2002)
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMJ	Bundesministerium der Justiz
CBT	Computer Based Training
CEO	Chief Executive Officer
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFO	Chief Financial Officer
CO	Compliance Officer
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DIRK	Deutscher Investor Relations Verband e.V.
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
FSAP	Financial Service Action Plan
HGB	Handelsgesetzbuch
IR	Investor Relations
KapInHaG	Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz
KapMuG	Kapitalanleger- Musterverfahrensgesetz
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
M & A	Mergers and Acquisitions
MaKonV	Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung, zuvor* *KuMaKV (Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- oder Marktpreis manipulation)
Mifid	EU-Richtlinie für Märkte in Finanzinstrumenten
SOA	Sarbanes Oxley Act
TransPuG	Transparenz- und Publizitätsgesetz
UMAG	Gesetz zu Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
VorstOG	Vorstandsoffenlegungsvergütungsgesetz
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung – Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz vom 13. Dezember 2004
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
XBRL	Xtensible Business Reporting Language, Programmiersprache zum Austausch von Finanzdaten und Jahresabschlüssen

I. Die un-/berechtigte Kritik am Anlegerschutzverbesserungsgesetz

Dieses Buch soll einen Beitrag zur Umsetzung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes leisten und kein wirtschaftspolitisches Statement sein. Dennoch soll die Wahrnehmung unüberhörbarer Kritik deutscher Emittenten nicht unerwähnt bleiben. Sie sind es schließlich, in denen Mitarbeiter von Investor Relations, dem Compliance Office oder der Rechtsabteilung die Umsetzung der Gesetzesneuerungen betreiben. Nimmt man diese Vorbehalte nicht ernst, bleiben gut gemeinte Empfehlungen ungehört.

Umfrage DIRK, Kanzlei Dr. Wolfram zum AnSVG	
Als IR rechnen wir bei Umsetzung des AnSVG mit einer erhöhten Transparenz und Mehrwert für unsere <i>Kleinaktionäre</i>	- 0,6
Als IR rechnen wir bei Umsetzung des AnSVG mit einer erhöhten Transparenz und Mehrwert für unsere <i>institutionellen Investoren</i>	- 0,6
Das <i>Vertrauen</i> in den deutschen Kapitalmarkt wird mit Umsetzung des AnSVG gestärkt	- 0,4
Die durch das AnSVG verbesserte Transparenz und Integrität des Kapitalmarktes rechtfertigt die zusätzlich erforderlichen gewordenen <i>internen Organisationsmaßnahmen und Kosten</i>	- 1,2
Bewertung durch Zustimmung von + 2 bis - 2. Neutraler Wert: 0.	
220 Unternehmen, 71 teilnehmende Unternehmen, Rücklaufquote: 32,2 % DAX: 11, MDAX: 20, SDAX: 10, TecDAX: 5; ausgewertete Antworten: 5.041	

Abbildung 1

Gesetzgeber, Regulierer und Unternehmen sind gemeinsam für einen funktionierenden Kapitalmarkt verantwortlich. Sie haben im Grunde genommen gleichgerichtete Interessen. Allerdings sind es die Unternehmen, die ganz überwiegend Verpflichtungsadressaten sind und mit der Umsetzung belastet werden. Der Gleichlauf der Interessen hört deshalb meistens dort auf, wo in mehr Bürokratie investiert werden muss, Entscheidungsabläufe verlangsamt werden oder das wichtigste Gut von Führungskräften, Arbeitszeit, beansprucht wird – wenn dem kein wägbare Vorteil gegenübersteht. Der Hinweis, es geschehe zugunsten des Anlegerschutzes, überzeugt erst, wenn Anleger sich dafür interessiert zeigen und Nutzen ziehen. Ein Großteil der Gesellschaften hat seit Umsetzung des **Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich** (KonTraG) über das **Transparenz- und Publizitätsgesetz** (TransPuG) mit dem **Deut-**

schen **Corporate Governance Kodex** (DCGK) bis hin zum **Anlegerschutzverbesserungsgesetz** (AnSVG) sein Pflichtenheft abgearbeitet. Das **Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts** (UMAG), das **Vorstands-offenlegungsvergütungsgesetz** (VorstOG), sowie das in neuer Legislaturperiode wieder aufzunehmende **Kapitalmarktinformativhaftungsgesetz** (KapInHaG) bringen weitere Pflichten mit sich. Daneben schafft das **Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz** (KapMuG) für Anleger erweiterte Möglichkeiten, Schadensersatzansprüche gerichtlich geltend zu machen. Die Frage ist, ob dieses „Mehr“ an Regulierung qualitativ eine Verbesserung für die Kapitalmarktteilnehmer gebracht hat oder nur mehr Technokratie in den Unternehmensabläufen. Letzteres ist gewiss, ersteres bislang empirisch nicht belegt. Die vom Gesetzgeber immer stärker forcierte Regulierung von **Compliance-** und **Corporate Governance-**Inhalten innerhalb der Betriebsorganisationen hat damit bei weitem noch nicht ihren Höhepunkt gefunden. Das AnSVG ist nur ein Mosaikstein.

So ist der Gesetzgeber im Gesellschaftsrecht die vergangenen Jahre vom Grundsatz der „**Satzungsautonomie**“ für Aktiengesellschaften in vielen Bereichen abgerückt und arbeitet in die Aufbau- und Ablauforganisation von Vorstand und Aufsichtsrat hinein. Gleiches geschieht mit dem AnSVG nun im Kapitalmarktrecht. Die dabei entstehenden juristischen Spannungsbögen treten erstmals offen zu Tage und bedürfen noch einer gewissen Zeit der Klärung. Das – sicher vorher zum Teil verkrustete – Selbstverständnis der Organe hat sich gewandelt. Nur sollten diese Eingriffe in die „Privatautonomie“ der Unternehmen einen sinnvollen Effekt für die Partizipanten des Kapitalmarktes aufweisen. Geschaffene Transparenz muss auch Nutznießer finden, sonst ist sie überflüssig.

Deutschland konnte wie alle anderen EU-Länder nicht zum Stichtag 12. Oktober 2004 die **Marktmissbrauchsrichtlinie** umsetzen, die Verspätung um Tage ist jedoch marginal. Die Europäische Kommission hat die Umsetzung von 18 Richtlinien aus dem Financial Service Action Plan (FSAP) untersucht. Im Ergebnis belegt **Deutschland** hinter Österreich und Dänemark **Platz 3**, Großbritannien hingegen Platz 15. Hinzugefügt werden darf, dass beispielsweise Dänemark die der Marktmissbrauchsrichtlinie vorangegangene **EG-Insiderrichtlinie** inhaltlich nie vollständig in nationales Recht umgesetzt hat – Deutschland schon. Kritik üben und aufnehmen bedeutet in erster Linie, Verbesserungen anzustoßen. **Kapitalmarktregulierung** bestimmt die Attraktivität einer ganzen **Volkswirtschaft**. Wettbewerb um die beste Regulierung hat in Europa, anders als in USA oder den Commonwealth-Ländern üblich, bei uns keine Tradition.

Dabei fehlt es nicht an Impulsen aus der Praxis und guten Ideen. Wir könnten noch besser sein, wenn politische Entscheidungsträger nicht an althergebrachten Vorstellungen und altgedienten Köpfen ihre Orientierung suchen. Die konsultierten „Experten“, welche die Regulierung der letzten 20 Jahre „empfohlen“ haben, sind sicher nicht erster Ansprechpartner, wenn es darum geht, Verkrustungen aufzubrechen, um im Wettbewerb

um die Investorengunst zu bestehen. So dienen „Expertenkommissionen“, „Lobbyverbände“ und die dem Bundestag erstatteten Gutachten in der Regel nicht dazu, den Kapitalmarkt als Ganzes zu optimieren, sondern um vorbereitend Partikularinteressen zu artikulieren, was freilich weder im Interesse des Privat- noch des institutionellen Investors liegt. Hier ist ein Umdenken erforderlich. Kapitalmarktregulierung erfordert ein dauerhaftes, konsistentes Programm, welches nicht vom Primat der Tagespolitik „in Haft genommen“ werden darf. Kapitalmarktregulierung lässt sich politisch eben schwerer vermitteln als „Reform des Steuersystems“ oder „Arbeitsmarktpolitik“, dabei hat es für die Volkswirtschaft den gleichen Stellenwert. Weil aus diesen Gründen Deutschland nicht in der Lage ist, aus eigener Kraft einen „großen Wurf“ für die Kapitalmarktregulierung zu leisten, richtet man sich stattdessen nach internationalen „Vorbildern“ und EU-Vorgaben aus. Best of class oder gar Leadership im Wettkampf um zufriedene Emittenten und Anleger rücken damit in weite Ferne. So wird wegen fehlenden Mutes die richtigen Weichen zu stellen, weiterhin Zeit vertan werden.

1.1 Überregulierung des Kapitalmarktes?

Kapitalmarktregulierung ist essentiell für ein G7-Land. Ohne sehr gut funktionierende Kapitalmärkte lässt sich weder der Lebensstandard noch die Altersversorgung sicher stellen. Missbrauch, Korruption und betrügerisches Handeln zersetzen das Vertrauen von Anlegern. Nur eine zielgerichtete Regulierung kann hier gegensteuern. Bei aller geübten Kritik am AnSVG und anderen Gesetzen, sie sind grundsätzlich unverzichtbar. Einzelne Bestimmungen sind freilich überhöht und täuschen einen Grad an Markthygiene vor, der praktisch nicht existiert. So kann weder die Einrichtung eines Insiderverzeichnisses, die Bagatelle von € 5.000 für Directors' Dealings, die eng gefassten Definitionen zur Ad hoc-Mitteilungspflicht darüber hinwegtäuschen, dass andere Missbrauchstatbestände nicht annähernd gesetzlich abgedeckt sind. Außerdem werden 99 % der integer handelnden Unternehmen für Versäumnisse von 1 % der „schwarzen Schafe“ – nicht nur des Neuen Marktes – mit diesen und anderen Maßnahmen belastet. Wie kontraproduktiv für die Reputation des Kapitalmarktes als Ganzes übertriebene Regelungen sind, zeigt die Diskussion zur Offenlegung von Vorstandsgehältern oder dem Directors' Dealings.

Die **Presse** nutzt diese Themen offensiv, um mit negativen Meldungen Schlagzeilen zu produzieren. Betroffene Unternehmen reagieren deshalb nicht nur zunehmend gereizt auf mehr kostenintensive interne Bürokratie, sondern auf unsachliche Presseberichterstattung. Letzteres wird – sicher auch wegen des auf den Redaktionen lastenden ökonomischen Drucks – mit steigender Pflichtpublizität mehr Raum in der IR-Arbeit beanspruchen. In angelsächsischen Ländern wird das Gut einer freien Presse hochgehalten. Für offensichtliche Fehlberichterstattung drohen den Verlagen dort jedoch immense Regressansprüche. Bislang trifft

die Regulierung in Deutschland nur die Unternehmen. „Freie“ Presseberichterstattung genießt hingegen in allen Gesetzen ausdrücklich Privilegien, so auch im AnSVG. In vielen Gesprächen mit IR-Verantwortlichen kann man sogar eine gewisse Furcht vor der Pressemacht spüren. Dies betrifft SmallCaps genauso wie DAX-Emittenten. Es gilt deshalb bei jeder gesetzgeberischen Maßnahme im Namen des Anlegerschutzes genau zu hinterfragen, wem gebe ich mit der Regulierung Vorteile, Informationen, Haftungsansprüche und Medienmacht in die Hand und sind diese Effekte gewollt. Über weit schweifende Artikel zu Vorstandsgehältern kann eben mehr Öffentlichkeitswirkung erzielt werden, als zur Aussagekraft einer Zwischenbilanz. Der Tendenz, Unternehmen im Bild der Öffentlichkeit zu **personalisieren** wird in bemerkenswerter Weise durch viele Gesetzesänderungen wie dem AnSVG in jüngerer Zeit Vorschub geleistet. Zu wünschen ist hier die Rückbesinnung auf „objektive“ Daten, die eine tatsächliche Aussage zum Investment zulassen. Investor Relations hat deshalb intensiver die Frage zu untersuchen, inwieweit der Einsatz von Top Managern in der Berichterstattung über das Unternehmen sinnvoll ist oder ob damit nicht eine Angriffsfläche für unbegründete Negativkampagnen, Marktgerüchte etc. geschaffen wird.

Die internen Anstrengungen in der Umsetzung des AnSVG wirken sich für den Emittenten weder in den angebotenen Produkten auf den Absatzmärkten aus, noch senkt man damit seine Kapitalkosten. Letzteres liegt zum einen daran, dass sich kein Investor für die Details eines Insiderverzeichnisses interessiert und weiterhin seine Anlageentscheidungen nach quantifizierbaren Finanzkennzahlen ausrichtet. Außerdem fehlt dem **Anleger** eine Orientierung in diesen Dingen. Weder der Privatanleger noch der institutionelle Investor können derzeit bei Deutschen Emittenten die Qualität der internen Überwachungs-, Leitungsstrukturen des Managements und die erfolgreiche Beachtung kapitalmarktrechtlicher Regularien einschätzen und professionelle Ratings erstellen. Es gibt aber Anzeichen, die hier auf einen Wandel schließen lassen. **Investor Relations** sollte diese Entwicklung über das Tagesgeschäft hinaus genau verfolgen, sie ist ein Nebenprodukt der Kapitalmarktregulierung. **Anlegervertrauen** in ein Unternehmen definiert sich nicht mehr nur über seine Wertschöpfung, sondern über die Integrität des Managements und die Befolgung rechtlicher Vorgaben im Sinne eines richtig verstandenen Anlegerschutzes.

Der **Legislative** kann hier zwar kein Vorwurf dergestalt gemacht werden, sie handle gegen die Interessen der Unternehmen, denn sie sucht den Kapitalmarkt Deutschland zu optimieren. In Sachen Transparenzvorschriften, Corporate Governance, Haftungsrecht und Koordination mit EU-Richtlinien lässt sich aus den Vorhaben der vergangenen Jahre ersehen, dass der Gesetzgeber nicht immer effektiv vorgegangen ist. Er hat eine Vielzahl wirkungsloser Normen eingeführt, anstatt sich auf wenige, dafür aber effiziente und vor allem auch kontrollierbare Rechtsvorschriften zu konzentrieren.

So handelt es sich bei uns deshalb weniger um eine Überregulierung, denn die notwendigen Anpassungen des deutschen Finanzplatzes an internationale Standards stehen

noch auf vielen Ebenen bevor. Es hat vielmehr eine „**Fehlregulierung**“ stattgefunden, bei der niemand den Mut findet, untaugliche Rechtsnormen wieder außer Kraft zu setzen. Andere Staaten wissen ebenfalls um die Schwierigkeiten, wirksame Kapitalmarktgesetze einzuführen, schaffen Übergangsregelungen und machen ihr Fortbestehen von einer Überprüfung abhängig. **Investor Relations** fällt in dieser Situation die undankbare Rolle zu, am Schnittpunkt zwischen Unternehmen und Anlegern die jeweilige latente Unzufriedenheit über diese Situation auszutarieren: Quengelnde Anfragen von Pressevertretern, wie sich das Unternehmen in dieser oder jener Frage verhalten wolle; Aktionärsschützer vor und auf Hauptversammlungen mit Ratschlägen und vermeintlichen Schadenserstattungsansprüchen; aber auch Vorstände, die auf berechnete Fragen der Aktionäre Investor Relations zur Antwort geben, damit befasse man sich später – kein Kommentar.

Investor Relations kann hier leicht in die Falle geraten, sich beim Thema Kapitalmarktregulierung der ständig geäußerten Kritik anzuschließen und somit die daraus resultierenden Aufgaben für den Emittenten zu verkennen. Das AnSVG trägt mit seinen technischen Vorgaben dazu bei, faire Konditionen für alle Marktteilnehmer zu gewährleisten. Gerade weil Investor Relations für die Aktionäre da ist, sollte man sich hier bei jeder Maßnahme zur erhöhten Transparenz, jeder notwendig gewordenen Rechtsprüfung, jedem neuen Formular die Frage stellen, **wozu machen wir das?** Nur um Haftungsrisiken abzuwehren und formale Vorgaben der Aufsichtsbehörde zu erfüllen? Worin könnte der Mehrwert für den Anleger bestehen?

Die Antworten auf diese Fragen sind einfach, wenn man den Nutzen für den (potentiellen) Anleger bewertet. Damit ist kein abstrakter Nutzen wie griffige Kapitalmarkthygiene durch Bundesanstaalt, Staatsanwalt oder Anlegeranwälte gemeint, die „hartes“ Kapitalmarkt- oder Gesellschaftsrecht umsetzen wollen. Gemeint ist die Wirkung dieser Gesetze auf **Anlageentscheidungen**, um die Investor Relations ohnehin bemüht ist. Genau hier mögen die IR-Verantwortlichen Kapitalmarktgesetze als Auftrag annehmen, bei sowieso dadurch erforderlich gewordenen Änderungen im Unternehmen, die Position des Anlegers gegenüber Vorstand, Rechtsabteilung oder Compliance Office im Gespräch einzubringen. **Investor Relations ist der Anwalt des Anlegers im Unternehmen** und deshalb prädestiniert für die Darstellung seiner Interessen.

Der Anleger ist kein unbekanntes Wesen. Man kann ihn zu vielen – zwischen Juristen und BaFin – umstrittenen Punkten befragen. Plädiert er beispielsweise für einen starken Aufsichtsrat oder für die frühzeitige Veröffentlichung noch nicht von diesem beschlossener Vorstandsentscheidungen; welche Aussagekraft haben die Directors' Dealings für ihn, wenn über die Organmitglieder hinaus dazu berichtet wird. Bislang liegen nur rudimentäre Ergebnisse aus Studien hierzu vor. Bei der empirischen Erschließung des nebulös beschriebenen **Anlegerinteresses** kann Investor Relations wertvolle Aufklärungsarbeit leisten – wobei natürlich die eigenen (potentiellen) Aktionäre im Vordergrund stehen. Regulierung

bedeutet Veränderung, Veränderungen bieten **Chancen für die Kapitalmarkt-kommunikation**. Diese gilt es herauszuarbeiten. Für die simple rechtskonforme Umsetzung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes gibt es keinen Applaus bei den Aktionären. Andere Länder mit einem höheren Grad an Regulierung zeigen, dass die IR-Arbeit bei weitem nicht auf technische Umsetzung von Pflichtmitteilungen beschränkt ist, sondern sich neue „kreative“ Teile der Kapitalmarkt-kommunikation erschließen lassen: Value Reporting, neue Formen von Investorengesprächen.

1.2 Unbestimmte Rechtsbegriffe

Das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) nutzt in der Beschreibung von Straf- und Ordnungswidrigkeitsvorschriften ausfüllungsbedürftige Begriffe wie die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung bei der Beschreibung von Insiderinformationen oder die Ermächtigung zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen für Personen, die dem Directors' Dealings unterfallen. Hieraus ergeben sich zahlreiche **Abgrenzungsfragen**, wie bei jedem neuen Gesetz. Nun wird das WpHG zwar durch die Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV) und den BaFin-Leitfaden, „Emittentenleitfaden“, ergänzt. Fragen zur praktischen Umsetzung der unbestimmten

Auswahl unbestimmter Rechtsbegriffe
Wertpapierhandelsgesetz mit Sanktionen behaftet

Ad hoc Publizität	Insiderhandelsverbote	Directors' Dealings
erhebliche Bösenpreisbeeinflussung § 13 Abs.1 S.1 (Insiderinformation)	Insiderinformation § 14 Abs.1 (Grundlage für Verbote)	Personen mit Ermächtigung zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen § 15a Abs. 2
berechtigte Interessen § 15 Abs. 3 S.1 (Vor. für Aufschub)	Wahrscheinlichkeit künftigen Eintritts § 13 Abs.1 S.3	
	leichtfertige Begehung § 38 Abs.4	

Abbildung 2

Rechtsbegriffe werden damit jedoch nur teilweise beantwortet.

Nach Artikel 103 Absatz 2 Grundgesetz sind bei Strafvorschriften die Voraussetzungen so detailliert im Gesetz zu benennen, dass der Rechtsanwender sicher erkennen kann, ob er einen Rechtsverstoß begeht. Dieser **Bestimmtheitsgrundsatz** findet auch auf Ordnungswidrigkeiten Anwendung. Aus der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts¹ lässt sich weder die verfassungswidrige Unbestimmtheit der Rechtsbegriffe im WpHG noch

¹⁾ Zusammenfassend dargestellt bei Braun/Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, § 7 Rdn.9 ff.

eine Handlungspflicht der Aufsichtsbehörde (BaFin) zur praxisgerechten Konkretisierung ableiten. Vielmehr hat der Emittent gegen sich gelten zu lassen, dass er aufgrund professioneller Unterstützung in der Lage ist, Fragen der Rechtsauslegung selbst zu lösen. Erst in einigen Jahren werden sich allgemein anerkannte Rechtsauffassungen hierzu gebildet haben. Noch ist vieles zugunsten der Emittenten formbar – was angesichts einer sehr anlegerfreundlichen juristischen Kommentarliteratur optimistisch erscheint.

Der Erfolg eines Gesetzes ist immer von seiner Akzeptanz bei den Verpflichtungsadressaten, hier also den Emittenten, seiner Kontrolle und den vorgesehenen Sanktionen bei Rechtsverstößen abhängig. So wurden denn nicht alle Neuerungen des AnSVG im November 2004 von den Emittenten umgesetzt, weil die betreffende Verordnung (WpAIV) noch fehlte und keine gesicherten Auskünfte der BaFin zu ihren Rechtsauffassungen vorlagen. Es wäre deshalb sinnvoll gewesen, die Gesetzesänderungen mit entsprechenden Übergangsvorschriften zu versehen. Obwohl die in den Unternehmen vorhandene Motivation anfänglich durchaus groß war, fehlte wegen der steten Rechtsunsicherheit die Basis, in Aufbauorganisation, Personal oder Software zu investieren. Soweit sich das Bundesministerium der Finanzen (BMF), die BaFin und nicht zuletzt die Anleger von den Neuerungen einen wirklichen Mehrgewinn für einen fairen Aktienmarkt versprechen, hängt der Erfolg des AnSVG maßgeblich von einer „transparenten“ Handhabung des Wertpapierhandelsgesetzes durch den Regulierer ab.

Werden unbestimmte Rechtsbegriffe von der BaFin zu weit zu Lasten der Emittenten ausgelegt oder zu restriktiv in ihrem Anwendungsbereich gehandhabt, tragen entweder Emittenten oder Anleger den Schaden. Diese Waage auszubalancieren und berechtigten Einwänden beider Seiten zu entsprechen, ist eine Hauptaufgabe für die BaFin, wenn sie dem Gesetz Geltung verschaffen möchte. Dementsprechend vorsichtig sind alle Verlautbarungen des Regulierers vor ihrer Umsetzung im Interesse der Unternehmen zu hinterfragen. Sollten in einigen Fällen tatsächlich Zweifel der beteiligten Juristen an der Rechtmäßigkeit geäußerter BaFin-Rechtsauffassungen auftreten, sind diese ernsthaft zu überprüfen und gegebenenfalls kontrovers mit den Referenten der BaFin zu diskutieren, um Rechtsklarheit herzustellen.

1.3 Gefahr von Ermittlungen „ins Blaue hinein“

Effektive Rechtsumsetzung wird durch konkrete Tatbestandsdarstellung und mittels Kontrolle der Verpflichtungsadressaten erzielt. Kapitalmarktgesetze die dies versäumen, finden per se kaum Beachtung. Der erste Punkt ist beim AnSVG wegen der Unschärfen in Gesetz und Verwaltungshinweisen suboptimal gelungen. Die Kontrolle der Emittenten kann derzeit nur Stichprobenweise erfolgen, was die **Gleichbehandlung** aller Emittenten in Frage stellt. So beklagen viele Anlegervertreter, dass bei Lektüre der Zeitung in ein-

fachen Mitteilungen dort ganz beiläufig nach neuer Rechtslage Ad-hoc-pflichtige Insiderinformationen verbreitet werden und niemand einschreitet. Dies ist aus Sicht der Unternehmen solange akzeptabel, wie sie sicher sein können, vor evidenten Reputationsschäden oder Haftungsansprüchen geschützt zu sein. Tatsächlich sind sie dem enorm weiten **Ermessensspielraum des Regulierers** ausgesetzt, der ihn in den kommenden Jahren besser als bisher nutzen wird. Dies ist der Auftrag an ihn aus der Marktmissbrauchsrichtlinie, für bessere Kapitalmarkthygiene zu sorgen. Derzeit fühlen sich viele Emittenten auf der sicheren Seite bei Auslegung unbestimmter Rechtsbegriffe, eigenen Vorstellungen zur Ausprägung zur Compliance etc. Tatsächlich wiegen die bisherigen Äußerungen der BaFin die Unternehmen nicht selten in falscher, weil nur gefühlter Sicherheit. So waren die Äußerungen des Präsidenten der BaFin bei Schaffung der Allfinanzaufsicht wesentlich deutlicher, einen Regulierer mit „Zähnen“ und keinen Papiertiger schaffen zu wollen.

So kann bei Ermittlungen „ins Blaue hinein“ oder aufgrund querulatorischer Anzeigen die BaFin immer einen gesetzlich geforderten „Anhaltspunkt“ finden, mit dem sie Auskünfte, Vorlage von Unterlagen oder Personenvernehmung rechtfertigt. Sowohl auf der Tatbestandsseite wie auch für Belange von Ermittlungsverfahren wirken sich bei extensiver Auslegung der im WpHG enthaltenen unbestimmten Rechtsbegriffe die gesetzlichen Normen kontraproduktiv auf die Kapitalmarktkommunikation aus: Übersensibilisierung der Unternehmen, Standardisierung von Informationsinhalten durch verschärfte eigene Rechtsprüfungen. Die mit BaFin-Leitfäden dargestellten Rechtsauffassungen bieten Anhaltspunkte, in den seltensten Fällen aber Rechtssicherheit. Der in § 4 Abs.3 WpHG geforderte „**Anhaltspunkt**“ als Grundlage für Ermittlungsverfahren stellt weniger hohe Anforderungen an einen Ermittlungsgrund als ein „**Anfangsverdacht**“ für die Staatsanwaltschaft für ihre Ermittlungen.

So erfordert der **Anfangsverdacht** für die Einleitung eines staatsanwaltlichen Ermittlungsverfahrens zumindest tatsächliche Anhaltspunkte, die nach kriminalistischen Erfahrungen die Beteiligung des Betroffenen an einer verfolgbaren strafbaren Handlung als möglich erscheinen lassen. Es sind damit konkrete Tatsachen gemeint, gemäß § 152 Abs.2 StPO „zureichende tatsächliche Anhaltspunkte“. Der der Staatsanwaltschaft vom Bundesgerichtshof² zugestandene Beurteilungsspielraum ist spätestens überschritten, wenn „bei voller Würdigung auch der Belange einer funktionierenden Strafrechtspflege die Einleitung der Ermittlungen gegen den Beschuldigten nicht mehr verständlich ist.“³ So genannte „**Vorermittlungen**“ der Staatsanwaltschaft werden zwecks Einleitung eines Ermittlungsverfahrens nur unter sehr engen Voraussetzungen akzeptiert.

Der BaFin kommen hingegen mit ihren Befugnissen⁴ zur Konkretisierung von unbestimmten Rechtsvorschriften, der Möglichkeit selbst Sanktionen zu verhängen und eigenständig

2) BGHSt 38, 241, 228
 3) BGH StV 1988, 441; OLG Dresden StV 2001, 581.
 Zum Anfangsverdacht im Ermittlungsverfahren Eisenberg/Conen, NJW 1998, 2241.
 4) Das zuständige Bundesministerium der Finanzen hat bislang noch keinen Gebrauch davon gemacht, gemäß

dem AnSVG die Bundesanstalt zum Erlass eigener Rechtsverordnungen – ohne Zustimmung des Bundesrates – zu ermächtigen. Dennoch wirken sich natürlich sämtliche Verlautbarungen, Leitfäden etc. der BaFin rechtsschöpfend auf Kommentarliteratur und Rechtsprechung aus.

Ermittlungen anzustrengen, erhebliche Kompetenzen zu, die sich an der Schnittstelle von legislativen, exekutiven und judikativen Funktionen bewegen – ohne freilich in der bisherigen Ausgestaltung verfassungsrechtlich schon angreifbar zu sein. Vielmehr kann sich der Emittent gegen ungerechtfertigte Maßnahmen nur durch allgemeine verwaltungsrechtliche Schritte zur Wehr setzen, durch Widerspruch und Anfechtungsklage. Wie bei staatsanwaltlichen Ermittlungsverfahren, die aber einen „Anfangsverdacht“ und nicht bloß „Anhaltspunkte“ voraussetzen, kommt diesen Instituten keine aufschiebende Wirkung zu.⁵ Im Gegensatz zu Ermittlungen der Staatsanwaltschaft, die nach § 160 Abs.2 StPO – zumindest theoretisch – verpflichtet ist, auch im Hinblick auf die Entlastung des Beschuldigten zu ermitteln, ist die Tätigkeit der Bundesanstalt ihrem gesetzlichen Ermittlungsauftrag nach doch sehr einseitig ausgestaltet. Zum Zwecke des Anlegerschutzes hat der Gesetzgeber hier nach dem Motto gehandelt, (fast) alle Macht der Allfinanzaufsicht zu übertragen.

Welches Rechtsschutzbedürfnis Emittenten als juristischen Personen oder Mitarbeitern als natürliche Personen⁶ generell im Ermittlungsverfahren der BaFin zukommt, ist in Deutschland bislang nicht eingehender diskutiert worden. Nur haben sich die möglichen Ermittlungsansätze durch im AnSVG weiter gefasste Tatbestandsmerkmale, weitere Verhaltensverbote, höhere Strafvorschriften zulasten der Unternehmen verändert. Allein die Führung des Insiderverzeichnis und die weit gefasste Ad-hoc-Publizität bieten gute Chancen, „Anhaltspunkte“ für die Aufnahme von Ermittlungen geltend zu machen. Neben der Debatte um unbestimmte Rechtsbegriffe, wird eine bessere Kontrolle des Verwaltungshandelns der Bundesanstalt zunehmend thematisiert. Wer kontrolliert die Allfinanzaufsicht mit Fach- und Rechtsaufsicht?

Nun gehen in anderen Ländern die Befugnisse der Aufsichtsbehörden ebenfalls recht weit. So werden beispielsweise „ertappte“ Unternehmen international schon seit Jahren in den Jahresberichten der Regulierer mit ihren Vergehen namentlich zitiert, was die von der Marktmissbrauchsrichtlinie bezweckte „Prangerwirkung“, § 40b WpHG, vorwegnimmt. Zur Kultur einer guten nationalen Kapitalmarktregulierung gehört eine konstruktive vorausschauende Kommunikation der Regulierungsbehörden mit den Emittenten. Hierzu mag eine Behörde sich selbst eine veröffentlichte Policy mit eigenen Ermittlungsgrundsätzen und klarer Kasuistik in immer wieder strittigen Fragen geben.

1.4 Entwicklung einer Good Practice in Deutschland

Entgegen einem weit verbreiteten Vorurteil sind deutsche Unternehmen in Sachen Kapitalmarktregulierung im Vergleich zu Emittenten in anderen EU-Staaten keineswegs führend. England weist mehr Transparenz auf, Frankreich hat die ältesten Insiderrege-

5) Für Ermittlungen der BaFin ergibt sich das bereits aus § 4 Abs. 7 WpHG. Für die Staatsanwaltschaft folgt das aus dem Umstand, das ihre Ermittlungsmaßnahmen als Prozesshandlungen zu qualifizieren sind und deshalb nicht nach § 23 EGGVG anfechtbar sind. Die StPO

6) bietet ebenfalls keinen speziellen Rechtsschutz hierzu. Gegen einzelne Zwangsmaßnahmen gegen Personen greifen zumindest allgemeine Aussageverweigerungsrechte, vgl. § 4 Abs.9 WpHG.

lungen etc. Das liegt zum einen an der unterschiedlich entwickelten Gesetzeslage, zum anderen ist die Kapitalmarktregulierung von deutschen Unternehmen nicht selten nur soweit bedient worden, wie es zur Erfüllung gesetzlicher Erfordernisse gerade ausreichend war. Wie man Zeit sparen kann, Mitarbeiter besser aufklärt, Ergebnisse der Öffentlichkeit präsentiert werden, wurde nach Erfüllung der gesetzlichen Pflichten oft nicht mehr zu Ende gedacht. **Investor Relations** ist von der Rechtsabteilung bei der Umsetzung neuer Gesetze nicht selten unzureichend eingebunden worden. Die von Gesellschaften mit Engagement realisierte internationale Good Practice für Betriebsabläufe im Kerngeschäft oder in der Managementqualität, gilt für sie nur in wenigen Fällen als Vorbild für den Qualitätsstandard beim Aufbau der eigenen Compliance-Strukturen.

Das Thema Kapitalmarktregulierung wird vom Top-Management (CEO, CFO) wegen seiner Sperrigkeit nicht selten verdrängt, nach der Devise, darum kümmert sich der Syndikus. Dass hier in der Organisation und in der Willensbildung des Top-Managements durchaus etwas gestaltet werden muss, wird nicht immer wahrgenommen. Erst Haftungsfälle lassen aufhorchen. Eine börsennotierte Gesellschaft sollte ab einer gewissen Größe immer feste Ansprechpartner für Investor Relations und Mitarbeiter anderer Abteilungen bieten, die sehr genau das regulatorische Umfeld beobachten und rechtzeitig auf neue Entwicklungen hinweisen. Einige Unternehmen haben dieses präventive Monitoring, sicher nicht zuletzt wegen ihrer Konfrontation mit stark regulierten internationalen Märkten, in den vergangenen Jahren perfektioniert. Egal ob Gesetzesinitiativen in Berlin, Brüssel oder Washington angestoßen werden, sie verschaffen sich damit eine lange Vorlaufzeit für die notwendigen Umsetzungsmaßnahmen.

Investor Relations kann den Status seines Unternehmens zur Good Practice einfach feststellen. Die Frage an fachlich zuständige Mitarbeiter, ob eine Liste mit den kommenden Kapitalmarktgesetzen existiert, reicht aus. Einige werden mit Aufzählungen, Vermerken, Präsentationen überhäuft und bekommen eine Liste mit 10 thematisch sortierten Syndikusanwälten, die einzelne Gesetzesvorhaben erläutern können. Die anderen werden auf nicht weiter fachlich überprüfte externe Webseiten, Fachzeitschriften etc. verwiesen, aus denen sie die Antworten zusammen suchen können.

Je nach Stand der großen Kapitalmarktrechtsnovellen in den jeweiligen Ländern haben diese zu Einzelthemen wie der präventiven Aufklärung von Insidern oder Ad-hoc-Publizitätspflicht für nicht aus dem Tätigkeitsbereich des Emittenten stammende Insiderinformationen bereits mehrjährige Erfahrungen sammeln können. So wird mit der Marktmissbrauchsrichtlinie erstmalig eine gemeinsame Basis innerhalb Europas für die Handhabung von Insiderverhalten, Ad-hoc-Publizität, Directors' Dealings und Marktmanipulation geschaffen. Die im Wertpapierhandelsgesetz gewählten Formulierungen entsprechen beispielsweise in § 15 WpHG zur Ad-hoc-Publizität in nicht allen Belangen internationalen Gepflogenheiten. Man hängt hier noch ein wenig am (unpraktischen) alten nationalen Gesetzes-

wortlaut.

Eine ideale interne Organisation zur Einhaltung der Erfordernisse des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes und anderer Kapitalmarktgesetze wird sich mit der Zeit bei den meisten Emittenten herausbilden. Auf einige Erfahrungen kann man bereits jetzt bauen. Die momentane Spannweite innerhalb deutscher Unternehmen ist dabei erheblich. So verfügen bereits einige Konzerne seit mehreren Jahren über Compliance Abteilungen mit Aufgaben zur Handhabung von Insiderinformationen, andere sind erfreut, ein Insiderverzeichnis eingerichtet zu haben.

An erster Stelle gilt es, die Rechtskonformität effizient herzustellen. Erst in einem zweiten Schritt werden die noch nicht mit diesen Themen seit längerem befassten Unternehmen „lernen“, beispielsweise ihre gesamte Kapitalmarktkommunikation auf die geänderte Ad-hoc-Publizität abzustimmen. Für **Investor Relations** bedeutet dies, intern das Thema Pflicht- und freiwillige Publizität permanent zu beobachten und rechtzeitig Medienauswahl, Inhalte, Umfang oder Abläufe auf ihre Wirksamkeit hin zu hinterfragen. Im Arbeitsalltag mag das schwerer fallen als es sich auf den ersten Blick darstellt. Denn die bestehenden Aufgaben von Investor Relations reichen von der Vorbereitung von Interviewterminen, Geschäftsberichterstellung, Vorbereitung der Hauptversammlung bis hin zur Pflege der Corporate Website. Sind die Ressourcen eng, besteht nicht viel Raum, über einen jour fixe der Abteilung hinaus, noch einen nachhaltigen Abgleich der IR-Strategie mit den bestehenden und künftigen Kapitalmarkterfordernisse vorzunehmen. Das Credo lautet hier: Ohne eine stete Verbesserung der eigenen Arbeitsabläufe entwickelt man keine Good Practice. Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz ist insoweit ein – erster – Test für Investor Relations, sich im eigenen Arbeitsumfeld produktiv mit Kapitalmarktregulierung auseinander zu setzen. Kein anderes Gesetz der vergangenen Jahre hatte diesen Effekt. Weitere Publizitäts-, Verhaltens- und Haftungsvorschriften werden folgen. IR-Verantwortliche sollten Kapitalmarktregulierung als steten Auftrag auffassen sich fortzuentwickeln. Umso einfacher fällt es ihnen, gelassen den künftigen Kapitalmarktgesetzen zu begegnen.

Vereinfachen könnte die Entwicklung einer Good Practice zur Corporate Governance und dem Compliance Management ein gesicherter Datenbestand empirisch erhobener Fakten zur Umsetzung und Auswirkung von Unternehmenspublizität und Managementverhalten börsennotierter Gesellschaften. Jedoch liegen trotz diverser Meldepflichten für Unternehmen beim Bundesamt für Statistik, der Börse oder den Registergerichten keine aussagekräftigen Daten vor.⁷ Kapitalmarktrelevante Statistik hat noch keinen Platz in den mit agrarwirtschaftlichen, Arbeitsmarkt bezogenen Wissen gefüllten Datenbanken der Ämter. Die punktuelle Beleuchtung einzelner Aspekte der Corporate Governance durch kommerzielle Studien von Beratungshäusern kann dieses Manko nur bedingt kompensieren. Eine Lösung dies zu verbessern, bietet der Austausch mit anderen Emittenten, der auch zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz recht lebhaft ist. Allerdings ist erfahrungsgemäß hier weniger eine Verbesserung bestehender Prozesse als mehr deren

7) Eine Ausnahme bilden die quantitativen Erhebungen zur Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex.

Angleichung des Ergebnis.

1.5 Kultur der Kapitalmarktregulierung

Die Aktienkultur ist in aller Munde, die Kultur der Kapitalmarktregulierung wird sich bei uns erst entwickeln. In Ländern wie England oder den USA ist der für eine rechtskonforme Publizität oder Managementhandeln notwendige interne Arbeitsaufwand unverhältnismäßig höher als bei uns. Jedoch wird dies von Mitarbeitern mit einem gewissen „Sportsgeist“ angegangen. Man weiß eben, dass die Kapitalmärkte aufmerksame Emittenten verlangen, die die Kapitalmarktregulierung als notwendigen Bestandteil ihrer Unternehmenskultur begreifen. Entsprechend schnell können die verschiedenen Unternehmenseinheiten reagieren, wenn FSA (U.K.) oder SEC (USA) neue Regularien in Kraft setzen. Ohne viel Diskussion kommen die Beteiligten hier schnell zum „doing“. Auf andere Gegebenheiten trifft man in Deutschland.

Hierzulande werden Kapitalmarktgesetze so wie andere Zivilgesetze als Auswuchs der Bürokratie eines überregulierten Staates betrachtet. Ohne letzteres anzuzweifeln (vgl. 1.1) liegt der Wahrnehmung eine Täuschung zugrunde. Die Regulierung von Kapitalmärkten ist rechtstechnisch eines der anspruchsvollsten Gebiete für den Gesetzgeber überhaupt. So sollen die Normen flexibel genug sein, um möglichst alle Sachverhaltsvarianten mit Umgehungstatbeständen zu umfassen, andererseits müssen sie gesetzlich bestimmt sein, um Rechtssicherheit zu gewährleisten. Dabei hängen die Gesetze in der Regel noch der technischen Entwicklung im Transaktionsgeschäft und der kriminellen Phantasie einiger Finanzjongleure hinterher. Betrachtet man die Finanzmärkte der G7-Staaten, so haben alle Länder ihren eigenen Weg in der Entwicklung der Kapitalmarktregulierung eingeschlagen, selbst wenn die Rechtsnormen vom Wortlaut her sehr ähnlich lauten. Verhalten der Regulierer und prozessuale Bedingungen machen den Unterschied aus. In anderen Staaten haben Regulierer viel mehr Einfluss auf den Rechtsschöpfungsprozess als es bei uns bis vor kurzem der Fall war.

Deshalb ist die bei uns noch immer vorherrschende Einstellung, man setzt ein Gesetz um und hat dann die kommenden Jahre endlich seine Ruhe damit, falsch. So wie die Globalisierung der Finanzmärkte immer wieder aufs Neue die Allokation des Kapitals ordnet, so muss die Kapitalmarktregulierung den Interessenausgleich zwischen den Marktteilnehmern immer wieder neu ausbalancieren. Das gilt für die Anforderungen an Transparenz, Marktmissbrauch oder Verhaltenspflichten für das Top-Management gleichermaßen. Diesem Kontinuum fortwährender Kapitalmarktregulierung ist man als Emittent und damit als Investor Relations ausgesetzt. Kompensieren lässt sich das am Besten durch den eigenen Anspruch an sich und an seine Abteilung – nämlich darin zu den Besten zu gehören. Aus diesem Sportsgeist folgt, dass man sich nicht zufrieden damit gibt, die Publizität wie die Mitbewerber zu gestalten, sondern für seine Aktionäre noch mehr Informationen, noch ausdrucksstärker, noch lesbarer, noch schnell-

ler zu produzieren.

1.6 Das gläserne Unternehmen: Grenzen der Transparenz

Während einige Automobil- und Lebensmittelhersteller schon ihre Produktion in gläsernen Hallen für ihre Konsumenten aufbereitet haben, um Vertrauen für ihre Artikel zu schaffen, fragt es sich, ob nicht Anleger gleiches auch für die Finanzkommunikation verlangen sollten. Was spricht dagegen, Möglichkeiten zu schaffen, sich mittels eines Accounts für Aktionäre in das Rechnungswesen einzuschalten – nur mit Leserechten versteht sich, mittels Videoübertragung an Vorstands-, Aufsichtsrats und Ausschusssitzungen teilzunehmen oder sich die monatlichen Berichte aus dem Controlling als pdf-Datei zusenden zu lassen? Außerdem könnte man die Einsicht für alle Aktionäre in das Insiderverzeichnis gestatten. Mit diesen und anderen Maßnahmen ließen sich fast alle Informationsasymmetrien beseitigen – nicht nur für Aktionäre, sondern mitunter auch für Aufsichtsräte eine interessante Perspektive. Warum soll sich ein Unternehmen hinter den gemessen am technisch Möglichen äußerst spartanisch ausgestalteten Informationsrechten des Aktienrechts orientieren und seine Anleger nicht in jeder Hinsicht zuvorkommend behandeln? Reicht es für die Intention von Investor Relations aus, gut layoutete Geschäftsberichte oder höchst aktuelle Aktionärsbriefe zu versenden und dabei viele wertvolle Informationen über das Unternehmen auf der Website einzustellen? Bietet man den institutionellen Anlegern Informationspakete an, die ihren Wissensdurst wirklich befriedigen?

Die in weniger überspitzter Form immer wieder aufs Neue vorgebrachte Forderung nach mehr Transparenz hat ihre Ursache darin, dass Legislative, ihre Expertenkommissionen und nicht zuletzt Juristen diese Fragen in dieser Radikalität gar nicht erst stellen. Man orientiert sich stattdessen am vorhandenen Aktienrecht und ist zufrieden, es nach Jahrzehnten in einigen Absätzen zur Hauptversammlung, den Klageschwellen oder Pflichten für Vorstände geändert zu haben. Angesichts des politisch Durchsetzbaren kann in der Tat solch ein Minimalkonsens im Einzelfall als Erfolg zu bewerten sein. Nur reicht das nicht aus, weshalb auch in den kommenden Jahren von Anlegern, EU und Experten weitere Schritte für mehr Transparenz gefordert werden. Selbst die Umsetzung der Transparenzrichtlinie für Anfang 2007 wird nur einen vorübergehenden Status begründen.

Höchst kritikwürdig ist es, dass es an einem Gesamtkonzept mit Zukunftsperspektive mangelt. So wird die Entwicklung getrieben von wahltaktischen Forderungen der Parteien, Partikularinteressen von Wirtschaftsverbänden und dem was sich die Europäische Union zur Vervollkommnung ihres einheitlichen Wirtschaftsraumes vorgenommen hat. Eine eigene fundierte Auffassung, wie Regulierung mit Schaffung der „richtigen“ Transparenz einen Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen Nationen begründet, sucht man in Deutschlands Ministerien vergebens.

Sachlich lassen sich die Grenzen der Transparenz jedoch gut beschreiben. Zum einen

sind die „Informationskonsumenten“ gar nicht willens, alle verfügbaren Daten über ein Unternehmen zur Kenntnis zu nehmen, geschweige denn einer Bewertung zu unterziehen. Selbst institutionelle Investoren wie Fonds oder Investmentbanken mit Research-Abteilungen nutzen nur einen Bruchteil der angebotenen Daten. Denn diese müssen von ihnen in einem auswertbaren Analyse-Schemata konzentriert werden, um Key-Indikatoren für Anlageentscheidungen zu erhalten. Der Arbeitsaufwand wäre, nachdem man zuvor entsprechende Bewertungsparameter entwickelt hat, im Vergleich zu den schon vorhandenen wie denen der DVFA zu groß. Faktoren wie die Corporate Governance- oder Sustainability-Performance lassen sich darüber hinaus ohnehin schwerer über Rating-Methoden recherchieren als Bilanzdaten über XBRL-Auswertungen. Transparenz ist für Anleger deshalb nur von Bedeutung, wenn sie nach einem festen Standard für viele Unternehmen angewandt wird. Anderenfalls wird mangels Vergleichbarkeit daraus keine Anlageentscheidung abgeleitet.

Neben der Nutzung der durch Publizität generierten Unternehmensmeldungen, Berichten und Ad-hoc-Mitteilungen findet die Forderung nach mehr – freiwilliger – Transparenz dort ihre Grenzen, wo das Unternehmen Verwaltungskosten Mitarbeiterressourcen oder externe Experten hiermit abwägen muss. Der größte Mehraufwand gesteigerter Publizitätserfordernisse liegt in der Beanspruchung der Mitarbeiter mit zusätzlichen Aufgaben, die durch entsprechend weniger Arbeitsleistung für das operative Geschäft kompensiert wird, bis hin zur Frustration über zuviel „Bürokratie“. Gerade Führungskräfte wie Vorstände „leiden“ darunter. Im Grundsatz sollen sie die Wertschöpfung des Unternehmens maximieren. Tatsächlich arbeiten sie mit einem hohen Arbeitsanteil für die Informationsansprüche des Kapitalmarktes: Hauptversammlung, Roadshow, one on ones. Ein Grund mehr, sich des Themas Compliance-Management zu widmen, um Freiraum für unternehmerische Entscheidungen zu schaffen.

2. Investor Relations und Compliance Management

Normalerweise befasst sich Investor Relations nicht mit Kapitalmarktvorschriften, sondern mit den Anlegern und Entscheidungsträgern des Emittenten – so zumindest lautet die oft gehörte Grundeinstellung. Tatsächlich sind die meisten IR-Abteilungen heutzutage bereits tief in juristische Gefilde eingedrungen, mitunter ohne es bewusst zu registrieren. Arbeit ohne Beachtung der Kapitalmarktgesetze zur Publizität, Insiderinformationen oder Haftungstatbestände ist nicht mehr denkbar. So werden gewohnheitsmäßig bestimmte Artikel der Rechtsabteilung zu Prüfung übergeben, Pressemitteilungen von vornherein als nicht veröffentlichungsfähig eingestuft usw. Durch diese Entscheidungen übernimmt Investor Relations bereits einen Teil der juristischen Arbeit.

Umfrage DIRK, DRJW zum AnsVG

Die Kompetenz für regulatorische Vorgaben zu <i>Insiderhandelsverboten</i> liegt bei:	54 %	35 %	35 %
	Investor Relations	Compliance Office	Recht
Die Kompetenz für regulatorische Vorgaben zur <i>Ad-hoc-Publizität</i> liegt bei: Compliance Office: 18 %	77 %	23 %	28 %
	Investor Relations	Ad hoc Gremium	Recht

Abbildung 3

2.1 Regulatorisches Umfeld für die IR-Arbeit

Eine vollständige Auflistung aller für Investor Relations zu beachtenden Rechtsnormen ist an dieser Stelle wenig Ziel führend. Wie intensiv man sich mit Details aus dem WpHG auseinandersetzen muss, unterstreichen auch die Ergebnisse der Umfrage. (s. *Abbildung 4*)

Die Arbeit von Investor Relations hat seit Mitte der 90er Jahre in Deutschland nicht nur eine stete Professionalisierung erlebt, sondern ist zugleich einer immer größer werdenden Regulierungsdichte unterworfen. Der frei gestaltbare Anteil von Inhalten für den Kapitalmarkt ist seither immer kleiner geworden. Dies betrifft sämtliche

Umfrage DIRK, DRJW zum AnsVG

Schwerpunkt der internen Aufgaben für die IR-Arbeit aus dem AnsVG sind:	82 %	48 %	41 %
	kontinuierliche Infos. zu BaFin	Schulung der IR-Mitarbeiter	Kontrolle IR-Inhalte
Direkte Folgen für die Kapitalmarktkommunikation ergeben sich aus dem AnsVG für:	87 %	48 %	38 %
	Ad hoc Quantität	Ad hoc Qualität	Investoren Gespräche

Abbildung 4

Medienformate: Geschäftsbericht, Aktionärsbrief, Analystenkonferenz, Pressemitteilungen, Hauptversammlung, Statements des Vorstandes oder Pressesprechers, Corporate Governance Bericht. Die Neuerungen für Bilanzierung, Jahresabschluss, Ad hoc-Publizitätspflichten, Insiderverbote, Marktmanipulation usw. haben den Korridor für kreatives IR-Schaffen eingeengt. Mit Gesetzen wie dem UMAG oder weiteren Haftungskautelen für mündliche Äußerungen des Vorstandes bildet der Status quo dabei noch nicht einmal den Schluß dieser Entwicklung. So werden neben dem EU-Aktionsplan Corporate Governance, die Vorhaben des neuen EU-Binnenmarktkommissar McCreevy als auch die bis Anfang 2007 umzusetzende Transparenzrichtlinie für deutsche Emittenten mehr Regulierung mit sich bringen. Im zuständigen Fachausschuss für Regulierungsfragen der EU-Kommission, Committee of European Securities Regulators (CESR) – Vereinigung der europäischen Regulierer, wird derzeit davon ausgegangen, weitere Vorgaben für Emittenten zum Wohle des Anlegerschutzes und guter Corporate Governance zu machen. Hinzu kommen Regularien für Unternehmen, welche bestimmten Branchen wie Wertpapierdienstleistern angehören oder die in USA eine Notierung aufweisen: EU-Richtlinie für Märkte in Finanzinstrumenten (Mifid) oder Sarbanes Oxley Act (SOA).

Eine Auswahl einschlägiger Gesetze und Verordnungen lässt erkennen, wie intensiv der Einfluss von Rechtsnormen auf das IR-Tagesgeschäft geworden ist:

- Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)
- Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV)
- Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung (MaKonV)
- Aktiengesetz (AktG), Handelsgesetzbuch (HGB) etc.
- Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK)

2.2 Compliance Office: Notwendigkeit und Funktionen

Gesetzgeber und Börsen anderer Nationen wie Großbritannien haben für Emittenten bereits verpflichtend die Benennung eines Compliance Officer vorgesehen, um einen festen Ansprechpartner im Unternehmen für die Umsetzung regulatorischer Vorgaben zu finden. In Deutschland existiert keine Rechtspflicht zur Einführung eines Compliance Office oder der Benennung eines Compliance Officer. Dennoch machen gesetzliche Vorgaben, die nunmehr auch für Nicht-Wertpapierdienstleistungsunternehmen gelten, eine zentrale Stelle für die Umsetzung der WpHG-Erfordernisse notwendig. Aus diesem Grunde wurden vor Einführung des WpHG von Banken wie der Deutschen Bank oder der Dresdner Bank 1992 erstmals Compliance Offices eingeführt. Mit dem Inkrafttreten der §§ 31 ff. WpHG entstanden weitere Organisationspflichten für Wertpapierdienstleister. Diese waren Anlass dafür, dass nunmehr in Deutschland flächendeckend seit 1995 in Banken Compliance Abteilungen bestehen. Die bei Banken gemäß den Vorgaben des § 33 WpHG, sowie anderer Gesetze praktizierten höchst umfangreichen Compliance Strukturen gelten allerdings nur bedingt als Vorbild für Industrieunternehmen.

Die ersten Compliance Abteilungen in Industrieunternehmen wurden Ende der 90er Jahre von DAX-Unternehmen eingerichtet. Die meisten umfassten dabei weniger Fragen zu Insider-Handelsverboten oder Ad-hoc-Publizität, sondern erläuterten den Mitarbeitern Compliance-Programme: Kartellrechtliche Vorschriften, Vorgaben der Regulierungsbehörden, Ausschreibungen, Export und Vergabebeschränkungen, Korruption und Geldwäsche, Umweltthemen aber eben auch Vorgaben mit wertpapierhandelsrechtlichen Bezug. Bis auf wenige Ausnahmen fand keine organisatorische Statuierung in Form einer selbständigen Compliance-Abteilung statt. Eine gewisse Belebung fand nochmals ab 2002 mit der Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex statt, der zum Teil durch so genannte Compliance-Referenten in seiner Umsetzung für Vorstand und Aufsichtsrat unterstützt wurde. Ebenso wirkte der US-amerikanische Sabanes Oxley Act mit seinen vielfältigen Organisationsvorgaben belebend auf die davon nicht direkt betroffenen Emittenten, sich über die Erfüllung von Kapitalmarkt Vorgaben im eigenen Unternehmen Gedanken zu machen. Hinzu kommen Erfahrungen der international agierenden Gesellschaften mit weltweiten Compliance-Programmen für die Mitarbeiter mit Mitarbeiterleitsätzen, Selbstverpflichtungen, Ethik-Leitsätzen, Codes of Conduct und Korruptions-Prävention. Die Wirksamkeit dieser Programme lässt sich nicht immer bestätigen. So verfügte auch ENRON beispielsweise über umfangreiche Selbstverpflichtungen zu verantwortungsvollem Handeln für das Management. (s. *Abbildung 5*)

Ob und in welchem Umfang sich die Notwendigkeit für die Einführung eines Compliance Office für ein Industrieunternehmen ergibt, lässt sich nur für den Einzelfall beantworten. So umfasst eine weltweite Compliance-Organisation für Wertpapierdienstleister weit über 100 hauptberufliche Personen. Insbesondere sind die Branche, die Größe des

Kriterien für die Schaffung eines Compliance Office

Contra	Pro
< 30.000 Mitarbeiter	aufgeschlossener Vorstand
große Rechtsabteilung mit Spezialisierungen	Präsenz auf internationalen Kapitalmärkten, hoher Freefloat
geringes Budget	fehlende Sensibilitäten bei Führungskräften für Insiderinformationen
geringe Regulierungsdichte für Kerngeschäft, Branche	Gesetzesverstöße in der Vergangenheit durch einzelne Personen
gute interne Abstimmungs-routinen für Arbeit mit Insiderinformationen	fehlende Koordination Rechtsabteilung, Investor Relations durch Vorstand
geringe Fluktuation in Stabsabt.	Verteilung der Compliance-Aufgaben auf mehr als 2 Abteilungen

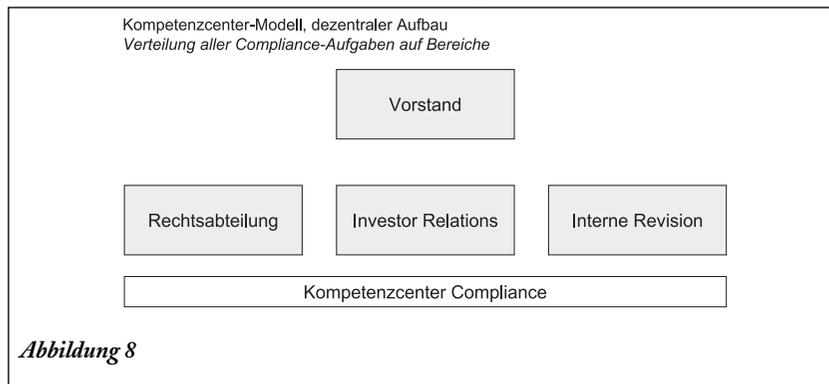
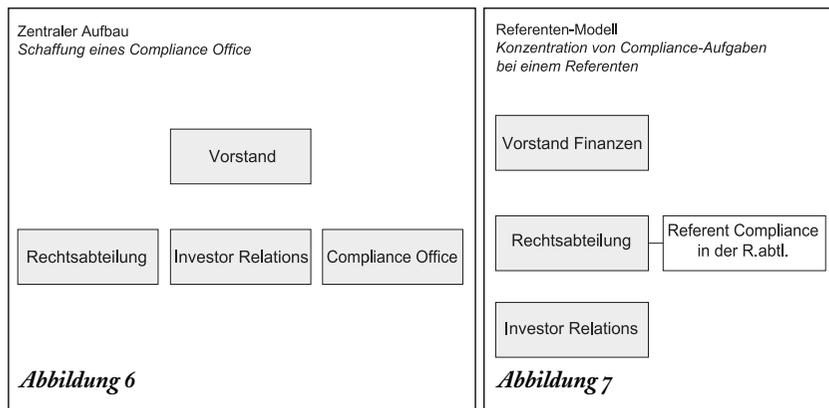
Abbildung 5

Unternehmens, die Regulierungsintensität für den jeweiligen Absatzmarkt, der Austausch mit ausländischen Partnern – insbesondere aus dem angelsächsischen Bereich, schon vorhandene Compliance-Funktionen in der Unternehmensorganisation und nicht zuletzt die Haltung des Topmanagements zum Thema maßgeblich. Verpflichtungsadressat innerhalb des Unternehmens ist der Vorstand als Leitungsorgan, der diese Aufgaben seinerseits delegiert. Bestehen bei diesem – und dem Aufsichtsrat – nicht hinreichende Sensibilitäten, wird ein Compliance Officer mit seinen berechtigten Anliegen wenig Wirkung erzielen. Syndikusanwälte, Stabsstellen und Investor Relations erfüllen in vielen Unternehmen wesentliche Compliance Aufgaben und müssen im Einzelfall nicht zwangsläufig durch ein Compliance Office ergänzt werden.

Generell lässt sich aber die Empfehlung geben, dass auch die nicht im HDAX notierten Unternehmen die Benennung eines Compliance Officer erwägen sollten. Seine Aufgaben sind im direkten Vergleich zu denen des zentralen Risikomanagers, Datenschutzbeauftragten oder der internen Revision als ebenfalls sehr wichtig für das Funktionieren der Gesamtorganisation anzusehen. Sein präventives Handeln zur Vermeidung erheblicher Reputationsschäden für den Emittenten, sowie seine interne Funktion als zentrale Anlaufstelle für Führungskräfte und Mitarbeiter und als Ansprechpartner für externe Anfragen bei Ermittlungen der BaFin oder der Staatsanwaltschaften rechtfertigen in der Regel die Ausschreibung einer entsprechenden Position.

Die Eignung eines Compliance Officer macht sich an seiner Unabhängigkeit und einer guten Vernetzung mit den Entscheidungsträgern fest. Zu diesem Zweck sollte er eine längere Unternehmenszugehörigkeit aufweisen, kommunikationsstark sein und mit dem Topmanagement einen vertraulichen und integeren Umgang pflegen. Eine juristische

Vorbildung ist zwar wünschenswert aber nicht zwingende Voraussetzung, wenn eine entsprechende Unterstützung durch Syndikusanwälte erfolgt. So weit aus praktischen Gründen der Compliance Officer in eine bestehende Rechts- oder Investor-Relations-Abteilung eingebunden werden soll, empfiehlt sich durch eine konkrete Beschreibung seiner Kompetenzen ihm die notwendige Unabhängigkeit einzuräumen. Im Idealfall wird jedoch ein eigenständiges Compliance Office eingerichtet, in dem u.a. der administrative Aufwand für die Aufklärung von Insidern geleistet wird.



Zentrale Funktion des Compliance Officer sind die Maßnahmenplanung – und Durchführung gesetzlicher Belange zu den Insiderhandelsverboten, der Ad-hoc-Publizität und dem Directors' Dealings. Auch wenn er nicht alle Aufgaben selbstständig durchführen kann, kommt ihm doch eine erhebliche Koordinierungsfunktion beispielsweise bei Ad-hoc-Mitteilungen zu. Belange von Insidern und die Meldung von Aktienumsätzen der Führungskräfte können hingegen vom Compliance Office bei entsprechender personeller und technischer Ausstattung vollständig in Eigenregie umgesetzt werden. Um eine

annähernde Gleichbehandlung aller Abteilungen und Mitarbeiter innerhalb eines Konzerns zu gewährleisten, fällt dem Compliance Officer die Funktion des Standardsetters zu. Diese bezieht sich auf die Frage wer als Insider zu qualifizieren ist, Definition und organisatorischer Umfang für Vertraulichkeitsbereiche, strikte Umsetzung von Mitteilungspflichten und vieles mehr. Das Compliance Office kann erheblich zur Arbeitseffizienz der Top-Gremien beitragen, in dem es notwendige Vorarbeiten zur Entscheidungsfindung leistet, sowie Vorlagen erarbeitet. So lässt sich ein erheblicher Anteil Diskussionszeit für die Führungskräfte sparen.

Damit der Compliance Officer seinen Aufgaben entsprechend angemessen innerhalb der Aufbauorganisation positioniert ist, gilt es seine Aufgaben klar den Mitarbeitern zu kommunizieren. Als erster Ansprechpartner für Ermittlungen der BaFin oder Anfragen einzelner Insider vertritt er zuvörderst Unternehmensbelange. Es sollte unter allen Umständen der Eindruck vermieden werden, einen Überwachungs- und unternehmensinternen Ermittlungsapparat schaffen zu wollen. Sein Selbstverständnis darf hier keineswegs von einem „verlängerten Arm der Aufsichtsbehörde“ geprägt sein, der insbesondere durch die Einrichtung des Insiderverzeichnisses entstehen kann. Des Weiteren ist darauf zu achten, dass bei der neuen Etablierung eines Compliance-Office nicht ein Übermaß an Technokratie betrieben wird, welches insbesondere daraus resultieren kann, dass im Aufbau der Compliance-Struktur erhebliche Anleihen in der Banken-Compliance gemacht werden.

Die Beauftragten sollten als Person mit ihren Aufgaben und Kompetenzen im Unternehmen im Intranet und in einer Broschüre hinreichend dargestellt sein, um dem Eindruck „Geheimabteilung für schwierige Fälle“ entgegen zu wirken. In Beziehung zum Topmanagement erfüllt der Compliance Officer die Funktion eines neutralen Beraters, der immer im Interesse des Unternehmens handelt, dabei aber offensichtlich rechtswidriges Verhalten unterbinden wird. Weil den Führungskräften immer an einer sachlich fundierten Auskunft liegt, wird dies jedoch in den seltensten Fällen ein Problem für den Compliance Officer darstellen. Das Debakel mit der unzulänglichen Regulierung für den NEMAX hat jedoch gezeigt, dass in bestimmten Situationen nur Personen mit einer entsprechend charakterlichen Stärke in der Lage sind, die Situation im Interesse des Unternehmens zu bewältigen. Der Compliance Officer hat bei unternehmerischen Ermessensentscheidungen des Vorstandes nicht allein den Anlegerschutz, sondern auch das Unternehmensinteresse für die Formulierung einer rechtlich vertretbaren Position zu beachten.

Ein Compliance Office kann keine Rechtsberatung für Mitarbeiter in Ermittlungsverfahren leisten. Als Interessenvertreter des Unternehmens ist jedoch eine fachlich gerechtfertigte Darstellung von Rechtspositionen des Emittenten gegenüber der BaFin selbstverständlich geboten. Der Compliance Officer hat bei Zweifeln an BaFin-Vorgaben diese nicht „blind“ im Unternehmen umzusetzen. Er ist kein Erfüllungsgehilfe der Aufsichtsbehörde, sondern vom Vorstand in diesen Fragen beauftragt worden. Um als Compliance Officer nicht für die weitere „Zusammenarbeit“ mit der BaFin „verbrannt“ zu werden, werden regelmäßig externe Rechtsanwälte von ihm oder der Rechtsabteilung

mit der Rechtsverteidigung beauftragt. Das Austarieren von Interessenlagen der Unternehmensleitung mit regulatorischen Vorgaben gehört zum Tagesgeschäft des Compliance Officer. Die Beziehung des Compliance Officer zu den beteiligten Stakeholdern wird unter 2.9 eingehend erläutert.

Zusammenfassend lässt sich zu den Funktionen des Compliance Office folgendes sagen: Regulatorische Belange des Emittenten werden konzentriert, der Informationsfluss wird koordiniert für interne und externe Stakeholder, Rechtsverstößen wird durch Prävention begegnet, ein Standard-Setter sorgt für die Bereichs übergreifende Behandlung regulatorischer Vorgaben, konsequente Nachverfolgung von offenen Punkten führt zu einer Qualitätsverbesserung, Haftungsschäden und Imagerisiken werden minimiert und es findet eine zeitnahe Anpassung der Compliance-Struktur an neue gesetzliche Erfordernisse als auch an die Erwartungshaltung des Kapitalmarktes statt.

2.3 Organisation des Compliance Management

Weil die Auflagen des WpHG für den Emittenten nach aktienrechtlichen Bestimmungen und der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes zur Organisationspflicht des Vorstandes diesen als Leitungsorgan treffen, werden die Grundzüge des Compliance Managements in einem Vorstandsbeschluss gefasst. Er enthält die beauftragte Führungsperson und eine Kurzbezeichnung ihrer Aufgaben und Kompetenzen. Ob der Vorstand dabei ausschließlich Vorgaben zur Ablauforganisation trifft oder in der Aufbauorganisation ein neues Referat bzw. ein Compliance Office als weitere Abteilung vorsieht, liegt in seinem Ermessen. Der zweiten Lösung ist jedoch mit Hinweis auf die oben angeführten Argumente der Vorzug zu geben. Diese Empfehlung trifft auch auf Unternehmen mit weniger als 30.000 Mitarbeitern zu. (s. *Abbildung 9*)

Die Beratungspraxis zeigt, dass Vorstände in der Regel dazu tendieren, die Thematik Insiderhandelsverbote und Directors' Dealings organisatorisch zu verselbständigen, die Ad-hoc-Publizität hingegen nach zuvor schon praktizierten Usancen mit großem Eigenengagement fortsetzen. Solange dabei sachliche Entscheidungsgrundlagen beachtet werden und nicht nur das „Bauchgefühl“ des Opinion Leader ins Gewicht fällt, soll dies nicht kritisiert werden. Es gibt jedoch zwei wesentliche Schnittpunkte mit den Aufgaben eines Compliance Officer, die es dabei zu beachten gilt und die für eine starke Involvierung des Compliance Officer im Ad-hoc-Gremium sprechen. Zum einen ist der Compliance Officer für die Ausgestaltung und Neuschaffung von Vertraulichkeitsbereichen zuständig. Diese Aufgabe sollte er auch beim Schutz der Vertraulichkeit der Insiderinformation bei Selbstbefreiung nach § 15 Abs.3 WpHG wahrnehmen. Die andere praktische Überschneidung zwischen Insider – und Ad-hoc-Materie ergibt sich in der für das Unternehmen praktizierten Definitionen der Insiderinformation. Je nach dem bei welchem Zeitpunkt bei Entstehung

Aufgaben für das Compliance Management
Auswahl für den Organisationsaufbau

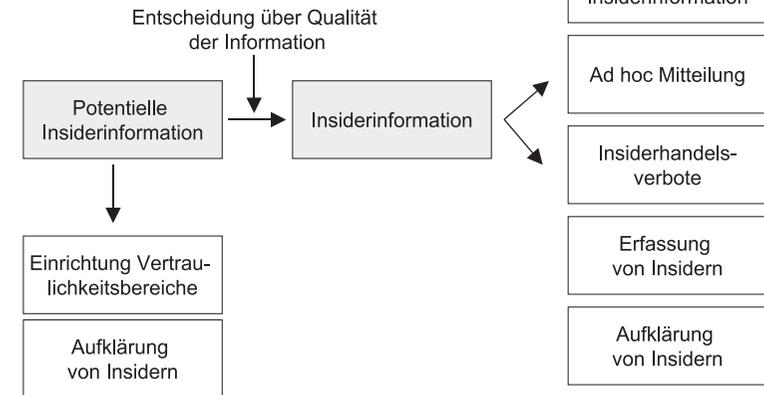


Abbildung 9

einer Insiderinformation die hauseigene Definition ansetzt, entsteht eine entsprechende Relevanz für die Mitteilung kurserheblicher Umstände. Damit ist die regelmäßige Konsultation zwischen Ad-hoc-Gremium und Compliance Officer in diesen Belangen notwendig. Die Standardsetter-Funktion sollte dem Compliance Office obliegen.

2.3.1 Aufbauorganisation

Die Auswahl der mit dem Compliance Management befassten Abteilungen hängt stark von der angetroffenen Realstruktur des Konzerns ab: Holdingstruktur mit Querschnittsfunktionen, Diversifizierte Stammhauskonzerne, Umfangreiche Spartenaufteilung mit Profitcentern etc. Generell lässt sich aber die Aussage treffen, dass folgende Beteiligte – stark oder schwach ausgeprägt – immer wieder bei einem funktionierenden Compliance Management anzutreffen sind:

- Hauptnutzer: Vorstand, Aufsichtsrat, Führungskräfte, nahe stehenden Personen
Einzelne Mitarbeiter mit stetem Zugang zu Insiderinformationen
Abteilungen mit Insidern wie Rechnungswesen, M&A; Vertraulichkeitsbereiche
Investor Relations
BaFin bei Anfragen oder Ermittlungen
Anleger als Begünstigte

als Compliance Office mit eigenständigen Kompetenzen ausgestaltet ist, hängt maßgeblich von der schon vorhandenen Kompetenzverteilung zwischen Investor Relations, Rechtsabteilung, Compliance-Referent und anderen Stabsabteilungen ab. Wird das Compliance Office dem Model des Kompetenzcenters vorgezogen, erhält es die Zuständigkeit zur Festlegung und Definition von Vertraulichkeitsbereichen, der Erfassung von Insidern, sowie eine Standardsetterfunktion welche die "Insiderinformation" und Ad-hoc-publizitätspflichtige Umstände festlegt.

Ob das Compliance Management an eine bestehende Abteilung angebunden wird wie zum Beispiel an die Rechtsabteilung oder an Investor Relations oder als selbstständiger Teil der Aufbauorganisation tätig wird, bestimmt sich in erster Linie nach vorhandenen Personalressourcen und dem generellen Umgang des Unternehmens mit Querschnittsfunktionen in seiner Aufbauorganisation. Für das Modell eines Compliance Office mit eigenständigen Kompetenzen empfiehlt sich keine Eingliederung in eine bestehende (Rechts-, IR-)Abteilung, sondern die Schaffung einer unabhängigen Einheit – beispielsweise innerhalb des Finanzbereiches, als Stabsstelle dem Vorstand unterstellt oder auch als Abteilung innerhalb des Personalbereiches. Neben der Konstituierung des Compliance Management innerhalb der Aufbauorganisation ist vor allem eine systematische – keine zufällige wie oft zu finden – Vernetzung der unterschiedlichen Fachabteilungen für eine rechtssichere Kapitalmarktkommunikation relevant. Hier gilt es die Zusammenarbeit zwischen Vorstand, dem Compliance Referenten, der Rechtsabteilung und Investor Relations zu intensivieren, um effizient Sachverhalte zu Insiderinformationen, Ad-hoc-mitteilungspflichtigen Umständen und deren etwaigen Aufschub, sowie Verfahrensfragen bei eingeleiteten Ermittlungen bearbeiten zu können.

Der Verantwortungsbereich, die Aufgaben des Compliance Office und die Grundzüge seiner Organisation werden im Organisationshandbuch des Konzerns niedergelegt. Für Mitarbeiter und Führungskräfte ist die Sichtbarkeit der Compliance-Verantwortlichen innerhalb des Unternehmens sehr wichtig, um sie im Bedarfsfall schnell zu konsultieren. Ebenso wichtig ist die einheitliche Beantwortung Compliance relevanter Fragestellungen, die seitens Externer beim Unternehmen eintreffen. Hierzu gehören Anfragen von Investoren, Aktionären und Aktionärsverbänden und Auskunftersuchen der Aufsichtsbehörde. Für Letztere ist zwar immer noch das vertretungsberechtigte Organ, der Vorstand, erster Ansprechpartner, dieser wird jedoch den weiteren Gang des Verfahrens in die Hände des Compliance Officer legen oder ist dieser nicht vorhanden, den Syndikus damit beauftragen. Im Idealfall besteht ein Compliance Office neben dem Compliance Officer aus ein bis zwei Referenten und einem angeschlossenen Sekretariat, welches zugleich in Zusammenarbeit mit der Personalabteilung den Großteil des administrativen Aufwands bewältigt.

Die Qualität eines Compliance Office hängt natürlich von den Erfahrungen und Qualifikationen der dort tätigen Mitarbeiter ab als auch von motivierender, objektiver Zielver-

einbarungen für sie. Bereits die Stellenausschreibung für interne oder externe Bewerber sollte möglichst konkret das Tätigkeitsfeld des Compliance-Mitarbeiters beschreiben. Ein Problem welches unabhängig von der Unternehmensgröße besteht, ist die Konkretisierung sinnvoller Zielvereinbarungen für die Karriereentwicklung der Compliance Referenten. Zum einen wird durch ihre Tätigkeit kein direkter Produktivitätszuwachs erwartet, zum anderen ist ihr Standing bei den Kollegen geprägt durch die Umsetzung regulatorischer Vorgaben des Gesetzgebers. Die jährlich zu treffenden Zielvereinbarungen haben sich deshalb zur Bewertung der Arbeitsleistung an Qualitäts- und Quantitätskriterien am Compliance-Management zu orientieren, als auch leistungsfördernde Anreize zu bieten. Anderenfalls wird eine dauerhafte Bindung des Mitarbeiters an den Emittenten nicht möglich sein. Nur eine geringe Fluktuationsquote im Compliance Office wird der Vertrauensstellung der dort beschäftigten Mitarbeiter gerecht. Es ist deshalb auch keine bevorzugte Ausbildungsstelle für Praktikanten oder Volontäre.

Idealtypisch kommt der Compliance Officer aus dem eigenen Haus und weist eine mehrjährige Unternehmenszugehörigkeit auf, in der er mit Vorstand und weiteren Führungskräften in Kontakt steht. Die Einstellung externer Compliance Officer aus dem Bankensektor ist zwar aus fachlicher Sicht zu begrüßen, kann aber wegen differierender Vorstellung über den Detaillierungsgrad und die Schwerpunktsetzung von Compliance-Maßnahmen zu Meinungsverschiedenheiten führen. In der Praxis sind deshalb Mitarbeiter der Rechtsabteilung (als sog. young professionals) für den „Sprung“ in das Compliance Office als Referent prädestiniert. Bedauerlicherweise wenden einige HR-Verantwortliche hier aufgrund der internen Karrierestrukturen formale Bedenken ein, wenn es um die Besetzung einer „Leitungsfunktion“ geht. Oder die Position ist so unattraktiv ausgestaltet, dass sich der Konzern-Nachwuchs darauf nicht einlassen möchte.

Hier sollte sich der Vorstand im Klaren darüber sein, dass verantwortungsvoller Umgang mit Kapitalmarktregulierung in erster Linie von den dafür operativ zuständigen „Köpfen“ abhängt. Es ist deshalb beim Installieren eines Compliance Management top down zu analysieren, welche Wertigkeit ihm beigemessen wird. Vergleichsmaßstab sind dafür die Kosten für Interne Revision, das Risikomanagements oder für den Datenschutz. Der für die Umsetzung des Sarbanes Oxley Act, als Sinnbild der Überregulierung, erforderliche Aufwand von mehreren \$ Mio. pro Emittent gibt auch den davon nicht betroffenen Unternehmen eine Vorstellung, welche Investitionen ihre Wettbewerber tätigen müssen, um den – vermeintlichen – Anlegerschutz zu gewährleisten. Die Vorstellung, AnSVG, VorstOG, UMAG etc. en passant kostenneutral umzusetzen, geht trotz aller Bemühungen um schlanke Compliance-Strukturen an den realen Gegebenheiten vorbei. In den vergangenen Jahren haben die Kapitalmarktgesetze für die Aktiengesellschaften Anlass geboten, viel Neues im Kontrollumfeld des Vorstandes und Aufsichtsrates auszuprobieren. Nicht alles hat sich bewährt und ist gesetzlich zwingend erforderlich. Das AnSVG bietet die Möglichkeit, bereits vorhandene Instrumente zu reduzieren – Deregulierung kann

auch von innen angestoßen werden. Genauso bedarf es eines späteren Follow-up zu den 2004/2005 ergriffenen AnSVG-Maßnahmen, um die sich als ineffizient heraus gestellten Prozesse zu modifizieren.

2.3.2 Ablauforganisation und Aufgaben

Beteiligte des Compliance Managements

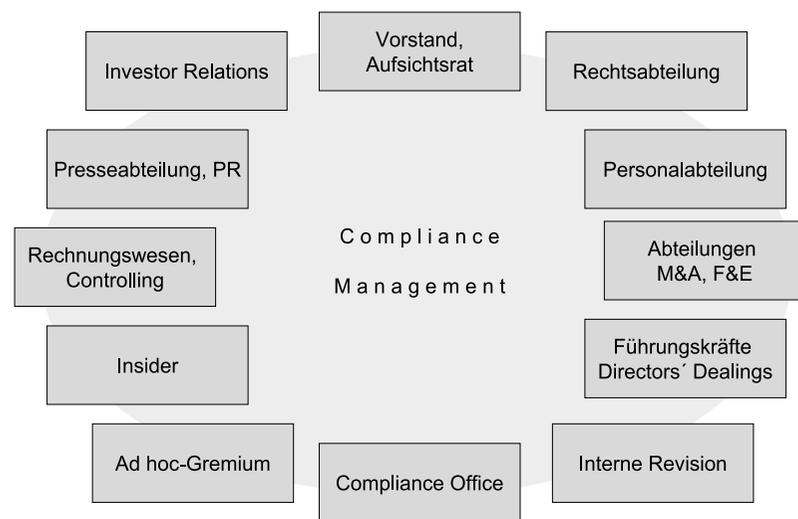


Abbildung 11

Der Festlegung, welche Beteiligten im Rahmen des Compliance Managements Aufgaben übernehmen, sollte die Auswahl der intern noch nicht definierten Funktionen im Organisationsablauf vorangehen.

- Standardsetter: einheitliche Definition/Auslegung „Insiderinformation“, „Führungskraft“, „Ad hoc Publizitätspflicht“ etc. für alle Konzernbereiche
- Einrichtung Vertraulichkeitsbereiche, Verpflichtungserklärungen, Wall Crossing
- Führung Insiderverzeichnis (Anlage, Pflege/Aktualisierung, Verfolgung Rückläufer)
- Aufklärung, Schulung der Insider
- Ansprechpartner für Individualanfragen von tatsächlichen oder vermeintlichen Insidern
- Zuständigkeit für materielle Entscheidung darüber, ob Ad hoc-Pflicht besteht oder nicht
- Zuständigkeit für Aufschub oder Befreiung von Ad hoc-Mitteilungen
- Sicherstellung der Vertraulichkeit während des Aufschubs
- Festlegung von meldepflichtigen Führungskräften

- Kommunikation (wer, was, wie) mit Externen: Aktionäre, Presse, BaFin, Staatsanwaltschaft, Kläger
- Schulungsangebote: Präsenzvorträge, Workshops für Abteilungen, Coaching von Vorstand und Pressesprecher
- Informationsmaterialien: Herausgabe eines Code of Conduct, Mitarbeiterbroschüre, Intranetdarstellung, CBT
- Genehmigungsvorbehalte und Mitwirkung des Vorstandes, dieser mag klare Aussagen darüber treffen, worüber er informiert werden will oder wo er sich die Entscheidung vorbehält

Generelle Aussagen zur Ablauforganisation des Compliance Managements lassen sich an dieser Stelle wegen der unterschiedlichen Realstruktur der jeweiligen Emittenten nur bedingt treffen. Der Emittent kann mit seinem Compliance Management grundsätzlich vier wesentliche Bereiche abdecken:

1. die Regel- und Ad-hoc-Publizität
2. die Umsetzung der für die Insiderhandelsverbote geltenden Bestimmungen für seine Mitarbeiter
3. Belange seiner Führungskräfte zum Directors' Dealings und der Marktmanipulation
4. Betonung des Präventionsgedankens zugunsten seiner Aktionäre, optimierte Disclosure Policy

Natürlich können dazu jeder Zeit Aufgaben aus einem globalen Compliance Programm hinzutreten, welche die Kapitalmarktregulierung in anderen Staaten betreffen. Bei all diesen Aufgaben gilt es, eine möglichst optimale Einbeziehung anderer Bereiche sicherzustellen. So wird typischerweise der Großteil der Regelpublizität durch Investor Relations abgedeckt, ebenso die Vorbereitung von Investorengesprächen oder die Hauptversammlung. Maßgeblichen Einfluss auf die Entscheidung des Vorstandes, wo er das Zentrum für Compliance wünscht, ist auch sein vertrauliches Verhältnis zu den jeweiligen fachlich verantwortlichen Führungskräften. Das Unternehmen hat hier die Entscheidung zu treffen, ob künftig alle Fragen, die mit der Gesetzeskonformität von Publizität und Insiderinformationen zusammenhängen, zentral das Compliance Office bearbeitet bzw. koordiniert oder ob nur Insiderhandelsverbote, Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings dort gepflegt werden. Vor dem Hintergrund einer weiteren Zunahme der Regulierungsdichte ist eine deutliche Tendenz zur Zentralisierung entsprechender Funktionen feststellbar. Im Vergleich mit USA oder England weisen deutsche Emittenten allerdings in der systematischen Erschließung des sie betreffenden Regulierungsumfeldes noch Entwicklungspotential auf.

Der für die Administration des Insiderzeichnisses zuständige Mitarbeiter hat regelmäßig die Personalabteilung und den Datenschutzbeauftragten hinzuzuziehen. Bei Bewertungsfragen zur Qualität von Insiderinformationen oder Kursrelevanz werden re-

gelmäßig abhängig von der jeweiligen Branche operativ tätige Führungskräfte aus Forschung und Entwicklung, dem Vertrieb oder der Produktion hinzugezogen. Ob es sich bei der Information um eine kurserhebliche Angabe handelt, wird wegen der Marktnähe des Öfteren weniger von den Justiziarern oder dem Compliance Officer beantwortet als vielmehr von Investor Relations. Oberste Maxime für das Compliance Management sollten in allen Ebenen neben der Herstellung der Rechtskonformität die Prävention vor Reputationsschäden und die sachgerechte Förderung der Entscheidungsfindung des Top-Managements sein.

Inhalt eines modernen Compliance Managements sind auch Beratungsleistungen für Abteilungen, um etwaigen Rechtsverstößen präventiv zu begegnen. Hierzu gehören vertrauliche Einzelgespräche mit Insidern, die Durchführung von Präsenzveranstaltungen, sowie das Coaching von Vorständen und anderen Führungskräften. Soweit kein Compliance Officer für diese zentrale Aufgabe zur Verfügung steht, können entsprechende Angebote von der Rechtsabteilung dargestellt werden. Neben der individuellen Beratung Einzelner, die sich in erster Linie mit der Rechtsstellung von Insidern befasst, nimmt ein wesentlicher Bereich die gezielte Information für Abteilungen wie M & A, Rechnungswesen, Investor Relations und Public Relations ein. Hier besteht erfahrungsgemäß im Umgang mit Insiderinformationen, ihrem Vertraulichkeitsschutz, sowie zur Notwendigkeit der Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen ein steter Informationsbedarf.

Ob die Ablauforganisation den Ansprüchen des Emittenten genügt, erfährt er als erstes an der Sicherstellung seiner Handlungsfähigkeit im „Krisenfall“ (vgl. 2.8). Werden beispielsweise Ermittlungen der BaFin gegen ihn eingeleitet, erfordert dies eine sachgerechte, zügige Behandlung. Weil hier Bereichs übergreifend Informationen vom Compliance Officer recherchiert werden, der Vorstand eine neutrale Bewertung der Vorgänge von ihm erwartet und zugleich die Integrität betroffener Mitarbeiter nicht verletzt werden darf, erfordert dies neben einer guten Orientierung innerhalb des Konzernaufbaus die anerkannte Position des Compliance Officer. Für den Fall, dass sensible Details der Ermittlungsarbeit nach außen dringen, obliegt es Investor Relations angemessene Presseerklärungen vorzubereiten bzw. durch eine offensive Medienarbeit auf die vorhandenen Instrumentarien des Compliance Managements hinzuweisen. Nicht selten geraten Insiderinformationen weniger durch eigene Mitarbeiter in den öffentlichen Raum als vielmehr durch Indiskretionen von Geschäftspartnern, Investoren oder externen Beratern. Deshalb gilt es zum Beispiel bei M & A die beteiligten Externen darauf hinzuweisen und ggf. fragt man nach, ob sie und in welcher Weise sie den gesetzlichen Verpflichtungen beispielsweise zur Führung eines eigenen Insiderverzeichnisses nachkommen.

Investor Relations sollte vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Gesetzgebung deren Auswirkungen auf die eigene Kapitalmarktkommunikation im Grundsatz überdenken. In Deutschland wird oft verkannt, dass ab einer gewissen Regulierungsdichte die Auswahl

und Schwerpunkte der IR-Arbeit neu justiert werden müssen. Der frei gestaltbare Rahmen in der Kommunikation mit Marktteilnehmern wird weiter für Investor Relations eingeschränkt. Das kann mit erheblichem Kostenaufwand verbunden sein oder sparen helfen. So wird ein großer Bereich der bislang nicht justitiabel war und von Investor Relations ohne Rechtsrat allein bedient werden konnte, nunmehr in den Bereich der gesetzlichen Publizität verschoben. Das betrifft Ad-hoc-Publizität aber demnächst auch schriftliche und mündliche Äußerungen des Vorstandes.

Die IR-Verantwortlichen können sich Klarheit über den für sie frei disponiblen Spielraum für Pressemitteilungen verschaffen, indem sie ihre eingesetzten Medien und Inhalte daraufhin untersuchen (lassen), wo bereits Prüfungen der Rechtsabteilungen standardisiert erforderlich sind. Viele IR-Abteilungen haben mittlerweile einen guten Kenntnisstand zu den gesetzlichen Regularien entwickelt, die Erkenntnisse allerdings leider erst teilweise in der praktischen Arbeit umgesetzt. Es gilt systematisch den zur freien Gestaltung noch nutzbaren Raum zu eruieren. Es lohnt sich nicht einen Großteil der Kreativität auf stark regulierte Kommunikationsinhalte zu konzentrieren, weil an anderer Stelle der Anleger besser erreicht wird und ziel gerichteter – weil nicht reguliert – angesprochen werden kann. Der letzte Arbeitsschritt einer entsprechenden Analyse besteht im Vergleich der für regulierte und nicht regulierte Inhalte aufgewandten Kosten und des erzielten (Wahrnehmungs-)Effekts bei (potentiellen) Anlegern. Die bislang in Deutschland gängigen Rankings zur IR-Qualität von Unternehmen berücksichtigen noch nicht die Auswirkungen der Kapitalmarktregulierung. Im Gegensatz zu angelsächsisch geprägten Unternehmen experimentieren rein deutsch geprägte IR-Verantwortliche kaum mit den Kommunikationsinhalten, was besonders dann für sie einen Nachteil darstellt, wenn der unreglementierte Raum immer kleiner wird. Im Übrigen gilt es für IR-Manager darüber zu befinden, bestimmte bislang bei Investor Relations bearbeitete Vorgänge gänzlich in das Compliance Office oder die Rechtsabteilung zu verlagern, wenn diese nunmehr ohnehin die Federführung (Insiderinformation) darin inne haben.

2.4 Administration des Insiderverzeichnisses

Mit dem Inkrafttreten des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes wurde der Emittent, sowie andere in seinem Auftrag handelnde Personen zur Führung von Insiderverzeichnissen verpflichtet. Das Unternehmen hat danach ein Insiderverzeichnis aufzubauen und zu aktualisieren, welches jene Personen umfasst, die bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Durch die Einschränkung der bestimmungsgemäßen Kenntnisnahme sollen diejenigen ausgeklammert werden, die nur zufällig in den Besitz von Insiderinformationen gelangen. Neben angestellten Mitarbeitern des Emittenten, sind auch diejenigen Mitarbeiter von Tochtergesellschaften im Verzeichnis zu erfassen, welche regelmäßigen Zugang zu Insiderinformationen erhalten. Das betrifft insbeson-

dere die Geschäftsführer von Tochtergesellschaften, wenn sie in einem Arbeitsverhältnis zum Emittenten stehen. Bei dem Aufbau eines Insiderverzeichnisses gibt es im Wesentlichen vier Arbeitsschwerpunkte:

1. Schaffung hausinterner Kriterien für die Definition zur „Insiderinformation“, die eine praktische Handhabung ermöglichen;
2. die systematische Identifizierung der Insider;
3. Einführung von Berichtspflichten für verantwortliche Insider;
4. die Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen;
5. die technische Umsetzung des Verzeichnisses (Erfassung, DV, Aktualisierung).

Die Maßnahmen werden mit dem Datenschutzbeauftragten, sowie der Personalabteilung abgestimmt. Bereits bei der Darstellung dessen was eine Insiderinformation für den juristischen Laien bedeutet, reicht in der Regel nicht die Zitierung des Gesetzestextes aus. Mitarbeitern erläutert man anhand von Beispielen was eine erhebliche Kursbeeinflussung durch Insiderinformationen ausmacht, welche Formen der Insiderverbote auf sie zutreffen können. Die Unterlagen für diese Aufklärung und entsprechende Schulungsinhalte sollten einen einheitlichen Begriff der Insiderinformation für das Unternehmen vermitteln. So kann sichergestellt werden, dass die Betroffenen hinreichend sensibilisiert werden, auf der anderen Seite aber nicht zur Überreaktion neigen werden. Haben sich nach einer gewissen Praxisdauer Fallgruppen herausgebildet und ist sich der Compliance Officer bei der qualitativen Bewertung von Sachverhalten nicht sicher, sollte er mit der Rechtsabteilung eine Lösung finden. Sicher kann hier ein Referent der BaFin zu Rate gezogen werden.

Ein anderer wesentlicher Punkt ist die Identifizierung der einzelnen Insider: In kleineren Unternehmen ist es dem Compliance Officer möglich diese selbst festzustellen (Eigenidentifizierung), für „große“ Unternehmen insbesondere die im DAX geführten, benennen Führungskräfte der jeweiligen Bereiche die ihnen bekannten Insider (Fremdentifizierung). Weil ein Insider immer zuerst die Insiderinformation voraussetzt, fällt die Erfassung der Personen recht einfach, die einem Vertraulichkeitsbereich zuzurechnen sind. Dieser wiederum macht sich an entsprechenden Projekten bzw. Vorhaben fest. Projekte können in Form einer Art „Watch List“ im Insiderverzeichnis geführt werden oder separat, dies erleichtert die Übersicht. Grundsätzlich ist aber davon abzuraten die Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen zu generös zu handhaben. Durch die dafür notwendige An- und Abmeldung der Insider und etwaiger Wall-Crossing-Meldungen kann bei einer sehr umfangreichen Anwendung ein unangemessen großer administrativer Aufwand entstehen. Der Vorteil von Vertraulichkeitsbereichen liegt in ihrer „Warnfunktion“ für die Mitarbeiter und der zuverlässigen Feststellung von „potentiellen Insider“, welche noch nicht als Insider qualifiziert werden, es aber erwartungsgemäß bald sein können.

Die in den Banken gebräuchlichen „Restricted Lists“ mit für Transaktionen zeitweilig gesperrten Mitarbeitern oder eine aktive Überwachung von Mitarbeitergeschäften durch Einsicht ins Depot geht in der Anwendung bei Industrieunternehmen fehl. Die in den jeweiligen Aktienoptionsprogrammen und durch die Insiderhandelsverbote des WpHG gesetzten Grenzen bedürfen keiner „aktiven“ Forcierung durch den Compliance Officer. Die Überwachung der Einhaltung dieser Vorschriften fällt das WpHG betreffend ausschließlich in die Kompetenz der BaFin. Sollten einzelne Top-Manager mitunter hier ganz eigene Vorstellungen von „Anreizwirkung“ ihrer Aktienoptionsprogramme ausleben wollen, ist dem freilich bei Kenntniserlangung entgegen zu wirken.

Handelt es sich um einen begrenzten Personenkreis von Insidern in kleineren Unternehmen, so mag deren einmalige Aufnahme im Insiderverzeichnis (Status bezogene Insider: Organmitglieder, Leiter Rechnungswesen, Personen mit Querschnittsfunktionen) und deren Aufklärung hinreichend sein, um dann später vereinzelt Anlass bezogene Insider (Funktions bezogene Insider: Projektleiter, -mitglieder) zu erfassen. Hier kann durch im Einzelfall eingerichtete „geschützte Informationsketten“ – Weitergabe der Insiderinformation nur an zuvor aufgeklärte Personen – die Vertraulichkeit (potentieller) Insiderinformationen sichergestellt werden. Die Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen entfällt hier. Für Gesellschaften mit umfangreichen Vorhaben, d.h. temporären Projektgruppen in Forschung und Entwicklung oder Mergers & Akquisitions steht demgegenüber eher das Konzept der Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen im Vordergrund. Mittels dieses Modells können sich problemlos vom Compliance Office über fünfhundert oder mehr Insider verwalten lassen, während hingegen das Modell situativ geschaffener Informationsketten circa einhundert Mitarbeiter zulässt. In allen Varianten empfiehlt es sich nicht, auf das große Konzept der Banken-Compliance zurückzugreifen. Dies wird dem Geschäftszweck und der Organisation von Industrieunternehmen nicht gerecht und führt zu einer unnötigen Komplizierung der Abläufe.

Neben einem einheitlichen Verständnis von der Insiderinformationen und dazu gehörigen Beispielen aus dem Arbeitsalltag, nutzt der Compliance Officer bereits bei der ersten Erhebung der Stammdaten für das Insiderverzeichnis Formulare, die die Identifizierung, die Erfassung, die Aufklärung und die Aktualisierung der Datensätze in einer Verwaltungsroutine standardisieren. Parallel zu dieser inhaltlichen Ausgestaltung des Insiderverzeichnisses, bedarf es einer technischen Lösung um die damit verbundene Arbeit zu reduzieren. Emittenten, welche bereits vor Inkrafttreten des AnSVG Vertraulichkeitsbereiche mit dazu gehörigen Insidern gepflegt haben, nutzen einfache Tabellen beispielsweise im Excel-Format.

Nach Einführung des § 15b WpHG sind hingegen die allermeisten Emittenten dazu übergegangen, entsprechende Datenbankanwendungen entweder in Eigenregie mit dem hauseigenen IT-Support zu fertigen oder auf die seit neuesten befindlichen kommer-

ziellen Lösungen zurück zu greifen. Anwendungen aus dem Bereich der Wertpapierdienstleister konnten sich wegen überflüssiger Funktionen im Industriebereich nicht durchsetzen. Zu berücksichtigen ist bei einem etwaigen Einkauf von Standard-Produkten, dass diese Programme auf die eigenen Verhältnisse jeweils angepasst werden müssen. Ansonsten läuft der Compliance Officer Gefahr, seine eigenen Mitarbeiter und die betroffenen Insider mit dem Ausfüllen unnötiger Programmfelder zu befassen und dabei eventuell Informationen, die ihm im Insiderverzeichnis zwecks entsprechender Berichterstellung zugänglich sein sollten zu vernachlässigen. Neben einem ausführlichen Check zur technischen und rechtlichen Datensicherheit der Datenbank, sollte frühzeitig die Verknüpfung bzw. Übernahme der Personaldaten aus der Personalabteilung mit dieser abgestimmt sein – wenn das so gewollt ist. Der Betriebsrat sollte mit Anlage der Rechtsvorschriften über die Existenz des Verzeichnisses in Kenntnis gesetzt werden. Sind diese Grundlagen gelegt, kann mit der Einpflegung der Datensätze bzw. der Datenmigration begonnen werden. Ist eine nennenswerte Anzahl von Personen erfasst worden, findet eine erste Kontrolle der Datensatzkonsistenz auf Vollständigkeit statt. Des Weiteren werden die daraus generierten Berichtsformate auf entsprechenden Anpassungsbedarf hin kontrolliert. Ziel dieser Bemühungen ist die Generierung eines den gesetzlichen Erfordernissen genügenden Berichtes für eventuelle Anfragen der BaFin herzustellen. In Bedienkomfort, Auswertbarkeit erstellter Reportings und Datensicherheit unterscheiden sich die auf dem Markt befindlichen Produkte erheblich voneinander. Jede dieser Software sollte vor ihrer Implementierung ausführlich in einer Testinstallation ausprobiert werden. Änderungsbedarf gibt es fast immer.

Weil den Bedürfnissen der BaFin entsprechend nur Ausschnitte des Insiderzeichnisses mitgeteilt werden, sollten entsprechende Filterfunktionen nach Vertraulichkeitsbereich, Sortierung nach Zeiträumen laufender Projekte oder Abteilungszugehörigkeit vorhanden sein. Für fehlerhafte Eingaben oder notwendig gewordene Korrekturen sollten Löschfunktionen enthalten sein. Für die Administration des Insiderzeichnisses von wesentlicher Bedeutung ist darüber hinaus die Nachverfolgung von Rückmeldungen zur Aufklärung jedes einzelnen Insiders, wie auch die Versendung von Gesetzesänderungen. Der Compliance Officer wird als Medium hier entweder die Email, die Hauspost oder das direkte Gespräch nutzen. Deshalb sollte der Datenbestand mit einem geeigneten Verteiler ausgestattet sein, sowie die automatische Versendung – geprüfter – Emails unterstützen.

In der Verwaltung einfach zu handhaben sind so genannte Status bezogene Insider (oder permanente Insider) wie Organmitglieder, die einmal ausführlich informiert werden und dann unverändert im Datensatz als Insider geführt werden. Weitgehend unproblematisch verhält es sich auch mit denen einem Vertraulichkeitsbereich zuzurechnenden Insidern. Probleme in der Verwaltung ergeben sich vor allem bei Personen, die temporär begrenzten bestimmungsgemäßen Zugang zu Insiderinformationen haben. In Unternehmen mit ein-

hunderttausend Mitarbeitern und mehreren Tausend potentiellen Insidern kann nicht erwartet werden, in allen Fällen eine zeitgleiche Erfassung im Insiderverzeichnis mit Eintritt der Insidereigenschaft sicher zu stellen. Eine breitflächig angelegte Information zu diesem Thema führt jedoch zu einer hinreichenden Sensibilisierung der Mitarbeiter, die von sich aus eine entsprechende Anfrage im Compliance Office starten. Im Tagesgeschäft mag es in Einzelfällen auch schwierig sein, den genauen Zeitpunkt der Insidereigenschaft ex post festzustellen. Für diesen Fall sollte eine sehr kurze Beschreibung zu den Zeitangaben im entsprechenden Datensatz aufgenommen werden.

Es ergeben sich für den Aufbau des Insiderzeichnisses eine Vielzahl von Einzelfragen, von denen im Folgenden einige erläutert werden sollen: Die Mitglieder des Aufsichtsrates sind in jedem Fall im Insiderverzeichnis aufzunehmen. Für sie tätige externe Rechtsanwälte und Berater sollten die Mitglieder hingegen selbst ein Insiderverzeichnis anlegen. Es spricht zwar grundsätzlich nichts dagegen diesen Personenkreis auch im Verzeichnis des Unternehmens einzugliedern, jedoch würde dies der Stellung des Aufsichtsrates als unabhängiges Überwachungsorgan des Emittenten wenig gerecht werden. Der Aufsichtsrat möchte sich ein eigenes Bild von der Unternehmung verschaffen, weshalb er sich von denen ihm vertrauten Personen beraten lässt. Diese werden regelmäßig nicht in einem Anstellungsverhältnis zum Emittenten stehen, wenn sie beispielsweise als Sachverständiger des Aufsichtsrates für ihn tätig werden. Ein Aufsichtsratsmitglied wird deshalb konsequenterweise die Mitteilung seines ihm vertrauten Beraterkreises an den Emittenten für nicht sachgerecht ansehen. An dieser Stelle ist ausdrücklich darauf hinzuweisen, dass die Einrichtung eines Insiderzeichnisses für Aufsichtsratsmitglieder sich weder aus dem Gesetzeswortlaut noch der dazu gehörigen Verordnung des Bundesministeriums der Finanzen ergibt.

Wesentlich eindeutiger verhält es sich mit vom Vorstand beauftragten Unternehmensberatern, Rechtsanwälten, Steuerberatern. Diese handeln im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten und haben bei Zugang zu Insiderinformationen eigene Insiderzeichnisse anzulegen. Sollten aus Sicht eines Projektleiters Zweifel daran bestehen, dass Unternehmensberater ihrer Verpflichtung nachkommen bzw. noch nicht wissen, dass sie diese Pflicht trifft, empfiehlt es sich, vom Compliance Office entsprechende Anfragen initiieren zu lassen. Außerdem kann in den allgemeinen Geschäftsbedingungen für die Auftragserteilung darauf hingewiesen werden.

Die Frage eines Betriebsrates, ob denn der Vorstand Einsichtsrecht in das Insiderverzeichnis habe, muss mit ja beantwortet werden. Denn er als Vertretungsberechtigtes Organ der Gesellschaft ist für die Umsetzung des Insiderzeichnisses verantwortlich. Dem Vorstand steht es darüber hinaus frei, Zugriffsrechte, Datenschutz und die Ablauforganisation im Compliance Office durch die interne Revision überprüfen zu lassen. Bei Einrichtung einer solchen Datenbank empfiehlt es sich sogar, mögliche Schwächen des Systems bei der Datenerfassung/-vermittlung prüfen zu lassen.

2.5 Aufklärung und Schulung der Insider

Mit dem Inkrafttreten des Wertpapierhandelsgesetzes 1994 fanden zwar Insiderhandelsverbote nach deutschem Recht Anwendung, sie waren lange jedoch kaum im Bewusstsein der Mitarbeiter präsent. In den wenigsten Unternehmen wurden die Mitarbeiter und Führungskräfte systematisch von der Rechtsabteilung oder anderen Zentralbereichen über Insiderhandelsverbote aufgeklärt. Mit dem AnSVG wurde nunmehr eine ausdrückliche Aufklärungspflicht des Emittenten über die rechtlichen Pflichten, die sich aus dem Zugang zu Insiderinformationen ergeben, sowie über die Rechtsfolgen von Verstößen begründet. Dieser präventive Ansatz des Gesetzgebers sollte unbedingt ernst genommen werden, weil es dem Unternehmenszweck förderlich ist und zu einem fairen Marktverhalten beiträgt. Weil nunmehr auch der leichtfertige Verstoß gegen Insiderhandelsverbote für alle Personen mit Insiderwissen geahndet wird, was vor Oktober 2004 nicht der Fall war, sollten insbesondere Führungskräfte hierzu umfassend informiert sein.

Umfrage DIRK, DRJW zum AnSVG

Künftig soll die Beachtung der regulatorischen Vorgaben zu den Insiderhandelsverboten erfolgen bei:

54 %	35 %	35 %	7 %
Investor Relations	Rechtsabteilung	Compliance Office	weitere

Abbildung 12

Diejenigen Emittenten, welche schon in den neunziger Jahren mit der Aufklärung über gesetzliche Verhaltensverbote begonnen haben, konnten damit gute Erfahrungen sammeln. Es gilt allerdings zu bedenken, dass andere gesetzliche Aufklärungspflichten wie beispielsweise die für den Datenschutzbeauftragten, nur dann einen sichtbaren Erfolg erzielen, wenn sie außer Standardformulierungen die persönliche Ansprache an den Mitarbeiter beinhalten. Von Gesetzes wegen sind diejenigen Insider über ihre Pflichten aufzuklären, die als solche im Insiderverzeichnis geführt werden. Daneben macht es Sinn auch solche Personen zu erfassen, welche als potentielle Insider und Entscheidungsträger agieren. Die von der BaFin vorgeschlagene formelhafte Aufklärung der Mitarbeiter bei deren Einstellung, stellt keine nachhaltige Präventionsmaßnahme dar. Will der Emittent seine Mitarbeiter für die Anforderung der Kapitalmarktregulierung fit machen, sollte er eines seiner Unternehmensgröße entsprechendes Compliance Programm durchführen. Sind erst einmal die Standardmaterialien dafür erarbeitet worden, hält sich der Aufwand für diese Maßnahme in Grenzen. Dabei können durchaus mehrere Medien zum Einsatz kommen: Formblatt, Schulung, Broschüre, Informationen im Intranet, bis hin zum CBT (Computer Based Training). Es nützt wenig, alle Anstrengungen auf das Insiderverzeichnis zu konzentrieren. Prävention mittels Aufklärung wird deshalb von mehreren Emittenten in den letzten Jahren durch Pflichtschulungen für Führungskräfte betrieben.

Die Auswahl der Medien sollte wohl erwogen werden, weil ihre stete Aktualisierung erforderlich ist. Um eine möglichst gute Durchdringung der Belegschaft zu erzielen, sollte eine jährliche Planung für das Schulungsprogramm erstellt werden. Somit können Bereiche, die wie Mergers & Acquisitions oder das Rechnungswesen ständig mit Insiderinformationen in Kontakt kommen, intensiv angesprochen werden. Präsenzveranstaltungen dienen dabei mit der Vermittlung von Grundwissen anhand von alltagsnahen Beispielen der dauerhaften Verinnerlichung dessen, was Insiderhandelsverbote für den Arbeitsalltag bedeuten. Für das Top-Management im Unternehmen ist es sinnvoll darüber hinaus zu speziellen Fragen ein Briefing vorzunehmen oder gesonderte Materialien für besondere Gesprächssituationen zu erstellen: Analysten- oder Pressekonferenz. Es gilt den Grundsatz gerade für exponierte Unternehmensvertreter zu beachten, alle Aktionäre zeitnah und gleichzeitig zu informieren und keinem einen ungerechtfertigten Informationsvorsprung zu gewähren. Im Bewusstsein vieler IR-Manager hat sich dieser Gedanke noch nicht gänzlich etabliert. So werden tendenziell Großinvestoren gegenüber Privatanlegern bevorzugt. Solange damit keine Insiderinformationen weitergegeben werden, ist dies zumindest rechtlich unproblematisch, liegt aber nicht im Interesse des Anlegerschutzes.

Präsenzveranstaltungen dienen dem Compliance Officer neben der eigentlichen Aufklärungsfunktion der Mitarbeiter dazu, im Gespräch mit den Teilnehmern die Erforderlichkeit seiner Maßnahmen zu diskutieren, um mittels einer steten Sensibilisierung bessere Rücklaufquoten seiner Anfragen zu erzielen. Außerdem steigt damit die Akzeptanz und der Bekanntheitsgrad des Compliance Office. Bei der Auswahl der Teilnehmer für eine Schulung hat es sich bewährt, Mitarbeiter einer Abteilung oder mehrerer einzuladen, welche Insiderinformationen miteinander kommunizieren. Um durch Diskussionen die Veranstaltung lebendig zu halten, sollte die Anzahl der Teilnehmer wenigstens zehn Personen betragen.

Die Auswahl der Inhalte und der Ablauf der Veranstaltung sollte so geplant sein, dass ein möglichst hoher Aufmerksamkeitsgrad bei den Teilnehmern für die gesamte Dauer erhalten wird. Bewährt hat sich in der Praxis ein Format, welches am Vormittag oder Nachmittag eingerichtet werden kann. In der ersten Hälfte von ca. neunzig Minuten werden gesetzliche Grundlagen mit Beispielen, einige Statistiken, Aufgaben des Compliance Office und der Zusammenhang zwischen Insiderhandelsverboten und übriger Kapitalmarktregulierung erläutert. Nach einer Pause werden in weiteren neunzig Minuten praktische Fälle zuerst erläutert und so dann in kleinen Gruppen von den Teilnehmern gelöst. Neben der gesetzlich vorgesehenen Aufklärungsfunktion erfüllen Schulungen dieser Art gleich mehrere Funktionen: Schaffung von Problembewusstsein bei den Teilnehmern, Verständnis für Mehrarbeit mit Formularen etc., Darstellung von Aktionärsinteressen, Präsentation des Compliance Office als Service-Einheit. Um letzteres zu unterstreichen, werden die Mitarbeiter der Abteilung und ihre Aufgaben vorgestellt. Für Mitarbeiter international tätiger Konzerne

hat sich vor allem die kurze Darstellung entsprechender Compliance-Regeln in anderen Ländern als Motivationsfaktor herausgestellt. Auch wenn der Schwerpunkt der Veranstaltung nicht auf dem Darstellen von Rechtsvorschriften liegt, sollten die möglichen Sanktionen aufgezeigt werden. In den Ausführungen des Compliance Officer zur Handhabung des Insiderverzeichnisses und der gesetzlichen Sanktionen von Insiderhandelsverboten, lässt dieser sein eigenes Rollenverständnis als Interessenvertreter (vgl. 2.2) des Unternehmens erkennen.

Weil es nicht erforderlich ist, alle Mitarbeiter in Präsenzveranstaltungen zu schulen, hat sich eine für die jeweiligen Branchenanforderungen gefertigte Unternehmensbroschüre bewährt, die mit Beispielen und verständlichen Erläuterungen über die Standardpapiere zur Aufklärung hinausgeht. Dieser hausinterne Leitfaden kann neben der Vermittlung von Rechtsgrundlagen vor allem die Praxisbezüge für das Tagesgeschäft herstellen. Anhand ausgewählter Beispiele erkennt der Insider von selbst, ob er sich einem Verbot ausgesetzt sieht. Diese Art von Broschüren können zweisprachig im Corporate Design des Konzerns aufgelegt werden, um auch Führungskräfte im Ausland über die Rechtsituation zu unterrichten. Soweit Kerngeschäftsfelder international verteilt sind, empfiehlt sich ein kurzer Abriss der Regulierung im jeweiligen Rechtskreis.

Das in allen Unternehmen vorhandene Intranet bietet dem Compliance Officer die Möglichkeit, neben der Mitteilung aktueller Schulungstermine, Faxadressen, Rufnummern, auch seine Informationsschriften zu verbreiten. Links auf Gesetzestexte, Verordnungen, sowie Verlautbarungen der BaFin oder auf ihren Leitfaden erleichtern das Auffinden dieser Quellen. Weniger Verbreitung findet die Vermittlung von Schulungsinhalten durch elektronische Medien. So können mit Inhouse-Ressourcen Lernprogramme (Computer Based Training) mit den Inhalten aus der Schulungsveranstaltung erstellt werden. Der Vorteil dieser technischen Lösung besteht im interaktiven Lernen, trotz fehlender physischer Präsenz ein Feedback zum Lernerfolg zu erhalten.

Unabhängig davon welches der obigen Medien eingesetzt wird, findet eine Dokumentation im Compliance Office über die durchgeführten Schulungsmaßnahmen statt. Damit wird die gesetzlich vorgesehene Erfüllung der Aufklärungspflicht festgehalten. Neben Ablage elektronischer oder postalischer Rückantwort kann dies mit der Aufnahme im Teilnehmerverzeichnis zu einer Schulungsveranstaltung erfolgen.

2.6 Ad-hoc-Gremium

Der Organisationsgrad zur Ad-hoc-Publizität hat sich bei deutschen Emittenten bis zur Umsetzung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes oft nur darauf erstreckt, ein Gremium mit der Bewertung von etwaigen publizitätspflichtigen Tatsachen zu befassen. Diese als

Ad hoc-Ausschuss, Ad hoc-Gremium oder Ad hoc-Clearing-Stelle bezeichnete Institution weist bislang in seiner Zusammensetzung neben Mitgliedern des Vorstandes (CFO, CEO), dem Compliance Office, einem Syndikus und Investor Relations auch Führungskräfte aus operativ tätigen Kernbereichen auf. Die Beratungspraxis für diese Gremien zeigt hier ein gemischtes Bild: In den meisten Unternehmen bestehen bislang keine Richtlinien zur Mitteilung von Insiderinformationen an diese Stelle, noch wurden Kriterien für die systematische Bewertung etwaiger Insiderinformationen festgelegt. Damit werden diese Gremien spontan Einzelfall bezogen einberufen und entscheiden situativ, ob ein Ad hoc meldepflichtiger Tatbestand im Sinne des § 15 WpHG vorliegt.

Umfrage DIRK, DRJW zum AnsVG

Künftig soll die Kompetenz für die Beachtung der regulatorischen Vorgaben für *Ad-hoc-Publizität* liegen bei:

	77 %	28 %	23 %	18 %
Investor Relations		Rechtsabteilung	Ad hoc Gremium	Compliance Office

Abbildung 13

Wesentlich seltener findet man bislang eine klar definierte Kompetenzzuweisung für dieses Gremium oder entsprechende Dokumentationen zu seiner Arbeitsweise. Aufgrund der nun geänderten Gesetzeslage mit wesentlich größerem Umfang der zu bewertenden Insiderinformationen und der Möglichkeit der Selbstbefreiung, ist davon auszugehen, dass sich diese Situation zu Gunsten eines idealtypischen Aufbaus ändern wird. Wesentliche Elemente hierzu sind ein funktionierendes innerbetriebliches Ad hoc-Reporting für Insiderinformationen, sowie eine konsistente Bewertung Ad hoc-relevanter Umstände. Weil sowohl die Insiderhandelsverbote als auch die Ad hoc-Publizität am Kriterium der Insiderinformation anknüpfen, bedarf es einer sinnvollen Koordinierung der Aufgaben des Compliance Officer für die Einhaltung der Insiderhandelsverbote mit denen des Gremiums für die Publizitätspflicht.

Dabei ist zu berücksichtigen, dass die gesetzliche Definition der Insiderinformation für Insiderhandelsverbote und Ad hoc-Publizität nahezu kongruent ist. Der Unterschied besteht in der bei der Ad hoc-Publizität angenommenen unmittelbaren Betroffenheit des Emittenten, die sich durch den direkten Bezug auf das Geschäft der Gesellschaft auszeichnet. Für die Kapitalmarktkommunikation von Investor Relations bedeutet dies für die Mitteilung kurserheblicher Informationen die regelmäßige Rückversicherung bei dem Compliance Officer oder dem Ad hoc Gremium. Damit kann die gesetzeskonforme Umsetzung der Regel- und Ad hoc-Publizität gewährleistet werden, was vor Reputationsschädigenden Ermittlungsverfahren schützt. Je besser der Emittent die Ablauforganisation und die Bewertungskriterien zu diesen Themenkreisen definiert und dokumentiert hat, desto eher kann er seinen sorgfältigen Umgang mit Insiderinformationen bei möglichen BaFin-Ermittlungen darstellen.

Für jeden Einzelfall sind die Gründe niederzulegen, weshalb ein bestimmter Umstand nicht als Ad hoc-publizitätspflichtig eingestuft worden ist oder welche Gründe es rechtfertigten, eine zeitweilige Befreiung von der Publizität zu bejahen. Die unter 3. beschriebenen Bewertungs- und Abwägungsfragen sind für den Fall späterer – Jahre später – Ermittlungen verständlich zu dokumentieren. Dies gilt nicht nur bei Übermittlung dieser Informationen an die BaFin für die Alternative der Bejahung der Publizitätspflicht, sondern bei zweifelhaften Entscheidungen auch für deren Negierung. Die letzte Entscheidungsbefugnis, ob eine Veröffentlichung erfolgt oder nicht, liegt in den Händen des Vorstandes. Den Aussagen des Compliance Officer, der Rechtsabteilung oder von Investor Relations kommt dabei nur eine beratende Funktion zu.

Bei Vorstandsmitgliedern stößt man nicht selten auf die subjektive Auffassung, Ad hoc-Mitteilungen hätten tendenziell eine negative Botschaft für den Kapitalmarkt: Gewinnwarnung, Dividendenkürzung. Und positive Mitteilungen würden eventuell als bewusste Kurstreiber mit manipulativem Charakter gelten. Deshalb können Entscheidungen über Ad hoc-Mitteilungen durch diese „gefühlten“ Bedenken überlagert werden, was nicht zuletzt die sehr restriktive Handhabung von Ad hoc-Mitteilungen in Deutschland mitbegründet. Der von Anlegerschützern zitierte Neue Markt mit seinen notorisch positiv Kurstreibenden Ad hoc-Mitteilungen repräsentiert nicht den gegenwärtigen Status. Die Emittenten schwanken vielmehr noch zwischen den Extremen übertriebener Sensibilisierung und Selbstrestriktion. Die Ad hoc-Publizität hat bislang noch nicht den ihr angemessenen Platz im Kanon von Pflichtpublizität und freiwilliger Transparenz gefunden. Der Anstieg der Mitteilungen um circa 25 Prozent im ersten Quartal 2005 sagt hier wenig aus. Dies lässt sich leicht auf die Einstellung zur geänderten Rechtssituation zurückführen. In anderen Staaten schwenkte das Pendel bei der Verschärfung der Ad hoc-Publizität zuerst soweit aus, dass Behörden wie die englische FSA massiv gegensteuerten, um die Anzahl der Mitteilungen wieder auf ein überschaubares Maß zu reduzieren. Das Ad hoc-Gremium sollte die Gelegenheit nutzen, ganz frei von allen – vermeintlichen – Rechtsbedenken mit Investor Relations die möglichen Wirkungen einer geänderten „Ad hoc-Kultur“ für die IR-Strategie zu erörtern. Weder das Gesetz noch die BaFin können den vorhandenen Ermessensspielraum der Emittenten vollständig ausfüllen. Primäres Ziel soll die adäquate Unterrichtung aller Anleger sein. Dieses Ergebnis gilt es im Ad hoc-Gremium bei seinen Entscheidungen umzusetzen. Diejenigen Vorstandsmitglieder, welche das bereits umgesetzt haben, konnten vor allem durch die sichere Delegation von Teilaufgaben zur Ad-hoc-Publizität eine wesentliche Arbeitersparnis auf Führungsebene erzielen. Der Effizienzgewinn liegt hier vor allem in der Vermeidung redundanter Abstimmungsprozesse zwischen den Beteiligten.

Eine weitere wesentliche Aufgabe des Ad hoc-Ausschusses ist die Entscheidung darüber, ob die Voraussetzungen für einen Aufschub der Mitteilung vorliegen und ob diese Option genutzt werden soll. Ähnlich wie bei der Festlegung von Kriterien für die Entscheidung ob ein Ad hoc-pflichtiger Umstand vorliegt, bietet sich die schriftliche Fixierung einzel-

ner Kriterien als hauseigener Standard für den Tatbestand der Selbstbefreiung an. Dies vermeidet eine für jeden Einzelfall neu zu diskutierende Abgrenzung der gesetzlichen Tatbestandsmerkmale. Kurz nach Inkrafttreten des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes war die Unternehmenspraxis zu beobachten, dass Mitglieder des Ad hoc-Gremiums nicht immer klar differenzierten, ob es sich nun um einen Ad hoc-pflichtigen Sachverhalt handelt oder ob die Handlungsalternative des Aufschubs nach § 15 Abs.3 WpHG (Selbstbefreiung) genutzt wird. Dieser „informelle Aufschub“ birgt große Haftungsrisiken für den Emittenten. Denn so kann weder bei später erfolgenden Ermittlungen nachgewiesen werden, dass eine Interessenabwägung zwischen den Belangen des Emittenten und denen der Anleger stattgefunden hat, noch eine hinreichende Dokumentation dieses Prozesses dargestellt werden. Ermittlungen der BaFin und die Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen treten mitunter erst nach einigen Jahren auf. In dieser Zeit hat sich oftmals der an der Entscheidung beteiligte Personenkreis verändert, was eine nachträgliche Rekonstruktion der Entscheidungsgründe bei unzureichender Dokumentation nahezu unmöglich macht. In diesem Fall hat der Emittent eine ausgesprochen ungünstige Position im Erbringen von Entlastungsbeweisen. Werden auf der anderen Seite zu viele Gründe dokumentiert, die ausschließlich für eine Veröffentlichungspflicht sprechen, die der Emittent in der Konsequenz verneint, führt auch das zu seiner Belastung. Um damit der Realität des Entscheidungsprozesses in seiner Darstellung gerecht zu werden, bedarf es mithin der frühzeitigen Befassung mit diesem Thema und seiner sorgfältigen Ausarbeitung in der Ablauforganisation des Top-Managements. Das bloße Vorhandensein eines Gremiums zur Bearbeitung der Ad hoc-Publizität sagt eben noch recht wenig über die damit erzielte Qualität in der Kapitalmarktkommunikation des Unternehmens aus.

2.7 Administration der Directors' Dealings

Im Compliance-Management des Unternehmens und für die Arbeit von Investor Relations hat das Directors' Dealings hinsichtlich des Arbeitsaufwandes einen eher untergeordneten Status. Da von dieser Materie jedoch sämtliche Organmitglieder nebst nahestehenden Personen sowie Führungskräfte mit Zugang zu Insiderinformationen und Befugnis zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen betroffen sind, kann ein formaler faux pas hier leicht zu öffentlichem Aufsehen führen. Außerdem wird zunehmend in Europa wie in angelsächsischen Ländern schon seit längerem üblich das Transaktionsgeschäft der Top-Manager von professionellen Analysten zwecks Anlageoptimierung beobachtet.

(s. *Abbildung 14*)

Um die Erfordernisse des Directors' Dealings erfüllen zu können, sollte der Compliance Officer die dafür notwendige hausinterne Kompetenzzuweisung erhalten. In einem ersten Schritt gilt es dann die Führungskräfte mit Zugang zu Insiderinformationen, wel-

Umfrage DIRK, DRJW zum AnsVG

Künftig soll die Kompetenz für die Beachtung der regulatorischen Vorgaben zum *Directors' Dealings* liegen bei:

54 %	32 %	31 %	6 %
Investor Relations	Rechtsabteilung	Compliance Office	weitere

Abbildung 14

che erhebliche unternehmerische Entscheidungen treffen dürfen zu identifizieren und sie wie die Organmitglieder und ihre Angehörigen über ihre Rechtspflichten zu informieren. Die Entscheidung darüber, wer als Führungskraft im Sinne des Gesetzes im Unternehmen gilt, hat mitunter zu heftigen Diskussionen geführt, welche aber immer befriedigend vom Vorstand als Letztentscheidungsinstanz geklärt werden konnten. Einige wollen partout nicht dazu gerechnet werden, andere fühlen sich in die „2. Reihe versetzt“, wenn sie nicht im Kreis der „wichtigen“ Führungskräfte aufgenommen sind. Um die Diskussion zu versachlichen, kann der Compliance Officer hier entsprechende Vorschläge unterbreiten, die Kriterien für die Einordnung der jeweiligen Personen dienen. Sowohl in mittelständisch geprägten Aktiengesellschaften als auch in DAX-Unternehmen ist der Kreis der Personen mit tatsächlich unternehmerischen Ermessensentscheidungen meistens sehr begrenzt. Die Frage inwieweit der Personenkreis der Führungskräfte über die Organmitglieder hinaus ausgeweitet werden soll, wird nicht zuletzt danach beantwortet werden, welche Entscheidungserheblichkeit aus der Perspektive eines Anlegers diesen Personen zukommt. So können beispielsweise führende Köpfe einer Forschungs- und Entwicklungsabteilung, deren Einkommen durchaus das des Vorstandes übersteigen können, mit ihren Transaktionen für den Kapitalmarkt ein wichtiges Indiz bieten. Vorstände in Beteiligungsunternehmen hingegen, die sehr eng an Konzernvorgaben gebunden sind, verfügen demgegenüber oftmals nicht über erhebliche Entscheidungskompetenzen.

Die Betreuung der Führungskräfte zum *Directors' Dealings* geht über die Administration nach § 15a WpHG oft hinaus. Sie suchen Beratung zur Ausübung von Aktienoptionen unter Einhaltung vertraglicher Sperrfristen oder sorgen sich zugleich, ob sie mit ihrem latenten Insiderwissen überhaupt noch Geschäfte tätigen können. Der Compliance Officer sollte Verständnis zeigen und allgemeine Empfehlungen geben – freilich keine Anlagetipps. Für künftige Geschäfte kann er darauf aufmerksam machen, dass die Möglichkeit besteht, wenn Zeit und Volumen konkret bestimmt werden können, eine vorgelegene Entscheidung im Sinne eines Pre Approval zu gestalten.

2.8 Krisenkommunikation durch Investor Relations

Wenn hier von Krise die Rede ist, beschreibt das nicht eine Existenz bedrohende Lage des Unternehmens, sondern steht als Synonym für eine mögliche Reputationsschädigung.

Es gilt, schnell mit präzisen Aussagen an die Öffentlichkeit zu gehen. Im Gegensatz zu Reaktionen von Unternehmen in angelsächsischen Ländern verhalten sich deutsche Emittenten eher passiv bei Negativmeldungen in der Wirtschaftspresse. Ist jedoch für Investor Relations in Diskussionen mit Rechtsabteilung und Compliance Officer erkennbar, dass den Emittenten kein Organisationsverschulden trifft und eventuell die bereits in die Öffentlichkeit getragenen Vermutungen darüber hinaus unzutreffend sind, darf durch gezielte IR-Maßnahmen das Unternehmen diesem Bild entgegentreten. Neben behördlicher Ermittlungstätigkeit bilden die von der Wirtschaftspresse gezielt gestreuten Mutmaßungen und Gerüchte ein breites Feld für Ziel gerichtet Krisenabwehr zu betreiben

Wie gut das Compliance Management im Zusammenspiel mit Investor Relations funktioniert, zeigt sich bei Anfragen von Anlegeranwälten oder Ermittlungsverfahren der Aufsichtsbehörde, von denen die Öffentlichkeit Kenntnis erhält. Soweit ein eigenes IR-Krisenmanagement mit personellen Zuständigkeiten, speziellem Presseverteiler, vorgefertigten Pressemitteilungen, Dark Sites etc. besteht, sollte exemplarisch ein Fall mit Verstößen gegen Insiderhandelsverbote, Ad-hoc-Publizität oder Marktmanipulationsvorwürfen durchgespielt werden. Schnell gelangt man dabei zur Erkenntnis, dass die Szenarien in der Reputationsschadenshöhe davon abhängen, ob ein Versagen der Unternehmensorganisation oder eines Individuums im Raum stehen.

Während es die Aufgabe der BaFin ist, Rechtsverstöße festzustellen und gegebenenfalls strafrechtlichen Sanktionen zuzuführen, interessiert sich der Aktionär hingegen für die Begründung von zivilen Schadensersatzansprüchen. Er erwartet, dass das Unternehmen alles Erforderliche unternommen hat, um seine Mitarbeiter und Führungskräfte in den Stand zu versetzen, „in compliance“ mit dem geltenden Recht Leitungsentscheidungen zu treffen. Von keinem Emittenten wird erwartet, Rechtsverstöße von Individuen bei selektiven Insiderverstößen gänzlich präventiv verhindern zu können. Erst wenn hier so genanntes kollusives kriminelles Verhalten von Führungskräften vermutet werden kann, droht immenser Imageverlust. Verletzt „nur“ eine Führungskraft Rechtsvorschriften zu Insiderhandelsverboten, bleibt der Schaden begrenzt – es sei denn, der Vorstand wird verdächtigt.

Bedrohlicher sind Vorwürfe gegen das Unternehmen, man habe zu spät oder fehlerhaft Ad hoc publiziert oder seine Mitarbeiter lückenhaft über Insiderpflichten aufgeklärt. Dies kann auf eine unzureichende Organisation schließen lassen, was das Vertrauen in den Emittenten erschüttert. Hat dabei der Compliance Officer sämtliche gesetzlich erforderlichen Maßnahmen ergriffen, kann er für Zwecke von Investor Relations die sorgfältige Vorgehensweise in diesen Belangen für die Öffentlichkeit darstellen. Überzeugende Pressemitteilungen lassen sich als Entwürfe für den Krisenfall vorbereiten: Kurzbeschreibung der internen Compliance Maßnahmen, Schulungsprogramme etc. Bei Statements des Pressesprechers oder eines Vorstandsmitgliedes konnte man in der

Vergangenheit beobachten, dass diese auf Fragen wegen unzureichender Ad hoc-Berichterstattung schlecht vorbereitet waren. Die Benennung des Ad hoc-Gremiums, „das alles geprüft hat und Rechtsgutachten eingeholt hat“ bleibt unbefriedigend. Der Anleger möchte vielmehr hören, welche konkreten Gründe das Unternehmen bewegen haben, nicht zu publizieren und nicht wer dieses begutachtet hat. Das eigene „Ringeln“ um die richtige Entscheidung und der dabei angewandte Sorgfaltsmaßstab kann damit ex post von der Öffentlichkeit besichtigt werden. Grundsätzlich kann jeder komplexe Sachverhalt in einer Pressemitteilung komprimiert werden, ohne Tatsachen zu verfälschen oder rechtliche Angriffspunkte zu bieten. Ein präventiv durchgespielter Testfall kann für Investor Relations und die Rechtsabteilung die notwendige Routine beim Formulieren mit sich bringen – es gibt ja glücklicherweise Emittenten, die bislang von solchen Misslichkeiten verschont geblieben sind.

2.9 Relevanz des Compliance Management für die Stakeholder

Das Compliance-Management ist kein organisatorischer Selbstzweck, sondern erfüllt wichtige Funktionen für Mitarbeiter, sowie Kapitalmarktteilnehmer. Die daran geknüpften Aufgaben sind jedoch höchst unterschiedlich, mitunter stehen sie sogar in Gegensatz zueinander. In diesem Spannungsfeld arbeitet der Compliance Officer.

2.9.1 Mitarbeiter und Führungskräfte

Alle für das Unternehmen tätigen Personen mit Zugang zu Insiderinformationen profitieren vom Compliance Management, indem sie aufgeklärt werden und zu speziellen Sachverhalten beraten werden. Diese Hauptfunktion des Compliance Managements hat einen stark präventiven Charakter und soll schon im Vorwege vor Rechtsverstößen schützen. Auf der anderen Seite findet eine Belastung der Mitarbeiter durch Verwaltungsaufwand beispielsweise für die Aktualisierung des Insider- Verzeichnisses statt. Belastend für den Einzelnen kann die Aufnahme im Insiderverzeichnis wirken, wenn dies zum Gegenstand eines Ermittlungsverfahrens gemacht wird. Um hier dem Eindruck entgegen zu wirken, der Compliance Officer wirke als verlängerter Arm der Aufsichtsbehörde, ist in allen Bereichen der (die) Mitarbeiter(in) umfassend aufzuklären. Werden beispielsweise seine personenbezogenen Daten an die BaFin weitergegeben, sollte er darüber informiert werden – entweder zeitnah oder im Rahmen der üblichen Aktualisierungsmittelungen an ihn.

Um eine möglichst große Akzeptanz des Compliance Management unternehmensintern zu erzielen, sind in erster Linie die präventiven Gesichtspunkte des WpHG in Veranstaltungen und Broschüren vorzustellen. Um die Arbeit des Compliance Officer zu erleichtern, empfiehlt sich ein deutlicher Hinweis der Unternehmensleitung in den haus-

internen Mitteilungen auf seine Aufgaben. Der Compliance Officer ist zentraler Ansprechpartner für alle Mitarbeiter bei Fragen zur Einschätzung von Einzelfällen. So reicht die Spanne bei Führungskräften von Übersensibilisierung bis hin zu Desinteresse an dem Thema. Das richtige Gefühl für die angemessene Rechtsumsetzung wächst bei den Betroffenen erst mit der Zeit. Hier kann der Compliance Officer wertvolle Präventionsarbeit leisten.

Ein schwieriges Thema im Umgang mit Führungskräften ist deren „Ansprache“ im Ermittlungsfall. Hier wird der Compliance Officer oder die Rechtsabteilung im Sinne eines „hausinternen Ermittlers gegen“ diese Personen tätig. So kann zumindest die psychologische Wirkung ihrer Tätigkeit bei der Sachverhaltsaufbereitung für die BaFin bei den Betroffenen sein. Denn jede Nachfrage bei den Mitarbeitern, ob sie diese oder jene Vorgabe des WpHG berücksichtigt haben, unterstellt im Prinzip einen Gesetzesverstoß. In den allermeisten Fällen haben Führungskräfte jedoch ein professionelles Verständnis und fördern die Arbeit des Compliance Officer vorbehaltlos. Das Management in Deutschland reagiert derzeit höchst sensibel, wenn Anfragen der BaFin eingehen. Hier sollten Führungskräfte bereits darauf vorbereitet werden, dass aufgrund der vom Gesetzgeber aktiver gewollten Rolle der BaFin es künftig häufiger mit ihr Kontakt geben kann.

Während es sich bei Anfragen zu Insiderhandelsverboten immer um die Verfehlung einzelner Personen handelt, betreffen Vorgänge zu fehlerhafter Ad hoc-Publizität den Emittenten. Dahinter steht neben der Verpflichtung des Emittenten als Aktiengesellschaft die kollektive Verantwortung eines jeden Vorstandsmitgliedes für die sorgfältige Organisation der Ad hoc-Berichterstattung. Entsprechende Verdachtsmomente richten sich somit immer zugleich gegen die Unternehmensleitung. Compliance Officer oder Syndikus sollten möglichst unbefangen die Dokumentation zum damaligen Entscheidungsprozess, ob eine Ad hoc-Mitteilung erfolgen soll oder nicht, beziehungsweise deren Aufschub, bewerten und sich fragen, ob in der ex post-Perspektive die darin aufgeführten Gründe aus Sicht der BaFin hinreichend plausibel sind. Kommen sie zu dem Schluss, dass die BaFin in dieser Richtung umfangreiche Nachfragen stellen wird, sollten mit den damals Beteiligten aus dem Ad hoc-Gremium über die dokumentierten Gründe hinaus, deren damalige Beweggründe eingehend erörtert werden. Außerdem sollte bei ex post vielleicht nicht mehr so eindeutigen Sachverhalten versucht werden, das zum damaligen Zeitpunkt bestehende Marktumfeld in die Darstellung einzubeziehen. Man ersieht daran, dass Investor Relations bei uneindeutigen Ad hoc-Entscheidungen wichtige Materialien zum Marktumfeld beitragen kann.

2.9.2 Privatanleger und institutionelle Investoren

Die im WpHG verankerten Rechtsvorschriften bezwecken neben allgemeiner Transparenz vor allem den konkreten Anlegerschutz durch Ordnungs- und Strafvorschriften. Die

Aktionäre – Privatanleger, Investoren – kennen jedoch mitunter selbst diese dem Emittenten auferlegten Pflichten nicht. Soweit keine für sie sich positiv auswirkenden Schadensersatzansprüche damit verbunden sind, können sie auch keinen direkten materiellen Vorteil daraus ziehen. Von Anlegerschützern wird deshalb ein bislang recht allgemein gehaltener Schutz für den Kapitalmarkt kritisiert, der den Aktionären selbst keine Vorteile bietet beziehungsweise keinen hinreichenden Schutz vor Ausnutzung von Insiderinformationen. Dass dem nicht so ist und Emittenten Anstrengungen unternommen haben, ihr Aktionäre vor unberechtigter Verwendung von Insiderinformationen oder unterlassener Veröffentlichung zu schützen, sollte in den von Investor Relations verwandten Materialien dargestellt sein.

Eine positive Reaktion kann unter anderem daraus resultieren, dass Instrumente wie Risikomanagement und Compliance Management in Aktionärsbriefen oder kurzen Ausführungen im Geschäftsbericht oder Corporate Governance Report ihren Niederschlag finden. Sympathisch wirkt bei Aktionären des Weiteren eine substantielle Antwort auf Fragen, wie beispielsweise die Umsetzung des AnSVG im Unternehmen organisiert worden ist. Strikt formalisierte Antworten wie „wir haben alle Erfordernisse des Anleger-schutzverbesserungsgesetzes im Jahr 2004 vollständig umgesetzt“ erfüllt diesen Anspruch nicht. Soweit Aktionäre berichten, dass sie auf diesbezüglich – ernst gemeinte – Fragen von Investor Relations überhaupt keine oder unzureichende Antworten erhalten, macht das Überdenken der Informationspolitik in diesen Belangen notwendig.

Die Information der Aktionäre darüber, dass ein Compliance Management existiert, ist eine Seite, eine andere ist die direkte Wirkung auf deren Anfragen zu insiderrelevanten Vorgängen. So sind insbesondere Vorstände für den Verkehr mit institutionellen Investoren darauf hinzuweisen, dass die Weitergabe von Insiderinformationen Straftatbestände erfüllen kann. Gleichzeitig ist mit dem Top-Management darüber zu sprechen wie die vom Markt gewünschten Informationen ausgetauscht werden können, ohne dabei Rechtsverletzungen zu begehen. Entsprechende Maßnahmen und Mitteilungen sollte der Compliance Officer oder die Rechtsabteilung für die Vorstandsmitglieder vorbereiten. Bislang haben wenige Unternehmen klare – rechtssichere – Vorgaben für den Informationsverkehr mit Hauptaktionären getroffen. Es bereitet in der Tat einigen Aufwand, hier praktikable Verhaltensmaximen zu erarbeiten. Der enorme Vorteil ist die damit verbundene Gleichbehandlung von Privatanlegern und Investoren, was ein Hauptmotiv des AnSVG und der Corporate Governance Debatte bildet.

2.9.3 Umgang mit der Presse

Untersuchungen zeigen, dass insbesondere Privatanleger ihre Anlageentscheidung nach den in der Wirtschaftspresse zu entnehmenden Informationen treffen. Der Presse kommt damit eine wesentliche Funktion für die Kapitalmarktkommunikation des Emittenten zu

und ist damit zugleich einer der wichtigsten Gesprächspartner von Investor Relations. Gerade Unternehmen, die nicht täglich im Blickpunkt der Öffentlichkeit stehen, sind auf eine kooperative Beziehung zu Wirtschaftsjournalisten angewiesen. Hauptinteresse von Pressemitarbeitern ist die Erlangung exklusiver Nachrichten. Dies zielt unweigerlich auf die Erlangung von Insiderinformationen ab. Ein Aspekt bietet fallweise Anlass zur Sorge, wenn sich nämlich Medienhäuser aufgrund des in konjunkturschwachen Zeiten bestehenden Drucks ihre Auflagen zu halten, zunehmend zum Mittel der „bad news“ greifen. „Bad news are good news“, weil sie Auflagen in die Höhe treiben können. Wendet sich nun ein Wirtschaftsjournalist, von dem bislang keine Beiträge zum eigenen Unternehmen geschrieben wurden an Investor Relations, so kann dies zum einen die Möglichkeit bieten, Pressekontakte neu zu knüpfen, andererseits aber auch das Risiko in sich bergen, auf der Suche nach „bad news“ diesen Vortrieb zu leisten. Hinzu kommt die aller Orten beklagte Unkenntnis der Journalisten von Bilanzierungsgrundlagen, wirtschaftlichen Entscheidungsprozessen innerhalb der Unternehmen und wirtschaftsrechtsrechtlichen Zusammenhängen. Man kann damit also keineswegs sicher sein, dass die mitgeteilten Informationen immer im richtigen Kontext interpretiert wiedergegeben werden.

Somit liegt es nicht zuletzt an der Persönlichkeit der bei Investor Relations tätigen Mitarbeiter, das unrechtmäßige Ansinnen der Presse, Insiderinformationen zu erhalten, diplomatisch zurückzuweisen und dafür andere ebenfalls wertvolle aber zulässige Informationen weiterzugeben. Der Leiter Investor Relations sollte mit seinen Mitarbeitern den generellen Rahmen hierzu festlegen – was gerade vor dem Hintergrund des AnSVG in der Praxis umfassend geschieht. Die hauseigenen Vorgaben für den Umgang mit der Presse können bei Anfragen, die es zurückzuweisen gilt, dem Journalisten vermittelt werden. Das dient damit unter anderem dem fairen Umgang mit Journalisten unterschiedlicher Zeitungen oder Magazine. Diese für Zwecke von Investor Relations intern konzipierten „Compliance-Guidelines“ beinhalten zweckmäßiger Weise gleichzeitig die Restriktionen für eigene Pressemitteilungen. So kann ein Katalog mit Fallgruppen, der zwingend die Freigabe durch Justitiar oder Compliance Officer regelt, vor Rechtsverstößen schützen.

Einen anderen Komplex der Pressearbeit stellt die angemessene Reaktion auf in Verkehr gebrachte Gerüchte (vgl. 3.3.5) dar, die das Geschäft oder die strategische Ausrichtung des Emittenten bzw. sein Wunsch nach Neuakquisition betreffen. Im Vergleich zu anderen Ländern findet man in Deutschland weder ausreichende Selbstverpflichtungen der Verlage, noch bietet das Presserecht griffige Schadensersatznormen wie sie beispielsweise in den USA anzutreffen sind. Dort können erhebliche Vermögensschäden gegen Verlage auf dem Rechtsweg durchgesetzt werden. Die durch das Grundgesetz geschützte Pressefreiheit hat somit höchste Priorität, was manchmal zu fahrlässigem Umgang mit Wirtschaftsinformationen in der deutschen Medienlandschaft führt. Den Schaden fehlgeleiteter Presseinformationen tragen neben den Emittenten freilich auch die Anleger, welche ihre Anlageentscheidung damit an unzureichenden Berichten festmachen. In anderen

Ländern wird deshalb eine aktive Handlungspflicht des Emittenten bejaht, wenn für ihn ersichtlich unzutreffende Gerüchte im Markt kursieren. Eine gesetzliche Handlungspflicht zur Richtigstellung besteht in Deutschland nicht. Somit steht es den Emittenten frei, mit korrigierenden Pressestatements den Gerüchten entgegenzuwirken. Die derzeit in diesen Fällen meistens praktizierte Variante, man gebe kein Kommentar ab, ist unbefriedigend. Denn spätestens wenn Gerüchte in ihrer Kursrelevanz höher zu gewichten sind, als sonst vom Emittenten abgegebene Ad-hoc-Mitteilungen, liegt es auf der Hand, dass er seinem legitimen Interesse nach wahrer Berichterstattung Nachdruck verleiht.

Selten geschieht auch Folgendes in Fällen, bei denen Journalisten, die sich über einen längeren Zeitraum mit halb-/unwahren Behauptungen gegenüber einem Unternehmen hervorgetan haben: Wenn Investor Relations zum vielfachen Mal den Finanzvorstand fragt, wie man nun darauf reagieren solle, dieser selbst zum Telefon greift und den Chefredakteur des Blattes zur Reflexion ermahnt, erlahmen die Negativ-Meldungen. Ebenso wie die Drohung, man würde keine Anzeigen mehr schalten, das Medienbudget kürzen etc. ist dies im Einzelfall, wenn einem Vorstand „der Kragen platzt“, akzeptabel. Diese außergewöhnlichen Zuspitzungen im Diskurs mit Pressevertretern zeigen allerdings zugleich das Scheitern der jeweiligen IR-Manager. Es ist ihre Aufgabe, es gar nicht erst soweit kommen zu lassen. Wichtiger Bestandteil der Kapitalmarktregulierung ist eben eine kritische Presse, die schon manchen Missbrauch öffentlich gemacht hat. Wenn diese nachweislich falsche Tatsachen berichtet, sollte sich Investor Relations nicht scheuen, eine eigene Richtigstellung zu veröffentlichen. Man kann sicher nicht alle Fehler, die man tagtäglich in den Blättern liest korrigieren, das würde zuviel Arbeit machen. Grobe vaux pas sollten im Interesse der eigenen Anleger in ihrer Wirkung damit jedoch reduziert werden. Dem Grundsatz, was die Leser heute zur Kenntnis nehmen ist morgen schon wieder vergessen, weshalb eine Klarstellung eher negative Wirkungen mit sich bringt, ist nur eingeschränkt zuzustimmen. Das Gedächtnis von Anlegern ist bezüglich der von ihnen ins Auge gefassten Investments mitunter langfristiger ausgeprägt als man annimmt.

Eine andere immer wieder aufs Neue beklagte Fallgruppe bilden die Gerüchte zwecks provozierter Stellungnahmen. Eine Meldung wird lanciert, die darin enthaltenen Andeutungen zeigen eine Tendenz für noch nicht gefallene unternehmerische Entscheidungen auf oder unterstellen diese mit Berufung auf gut unterrichtete Kreise im Unternehmen oder im Aufsichtsrat. Mitunter schließen sich andere Medien diesen Spekulationen an, es kommt zu einer „Medienwelle“. Es handelt sich bei diesem Phänomen zum Leidwesen vieler IR-Verantwortlicher nicht um Ausnahmen, sondern um Tagesgeschäft. Auch für die Presse ist das Tagesgeschäft – aus ihrer Sicht ein völlig legitimes. Denn wenn das Unternehmen keine Informationen preisgibt, muss man eben berichten, was andere Informationsquellen bieten. Der Emittent ist angesichts der „Medienmacht“ in der schwächeren Position. Die Grenze dieses Wettstreits bildet für die Presse die bewusste Falschdarstellung, unzureichende journalistische Recherche, fehlender Sachverstand oder Marktmanipulation. Wegen

des nahezu für alle Gesetze, ebenso WpHG, vorrangig geltenden Schutzes der Pressefreiheit, verfehlen in der Praxis diese Kriterien juristisch ihre Wirkung. Es bleibt Investor Relations in der Regel nichts anderes übrig, als sich mit den eigenen Möglichkeiten der Kapitalmarktkommunikation, um eine faire Berichterstattung zu bemühen. In den Konstellationen, wo den Pressevertretern durch fehlerhafte Berichterstattung selbst der Vorwurf von Marktmanipulation gemacht werden könnte, schützt sie § 20a Abs.6 WpHG. Hiernach können sie erst sanktioniert werden, wenn sie selbst einen persönlichen (merkantilen) Nutzen daraus gezogen haben. Ein solcher Vorteil wird nicht im Druck des Artikels auf Seite eins oder dem erhöhten Abverkauf einer Auflage gesehen.

2.9.4 Umgang mit der BaFin

Die BaFin, genauer ihre Referate, muss als Allfinanzaufsicht in den kommenden Jahren noch ihre eigene Rolle finden. Ob sie Freund der Emittenten sein möchte, ohne natürlich gleichzeitig Komplize zu werden oder doch lieber den wehrhaften „Tiger“ im Namen des Anlegerschutzes zur Freude der Aktionärsschützer auslebt, wird sich noch zeigen. Im Vergleich zu anderen Ländern (USA, U.K., Frankreich) und den ursprünglich vom Präsidenten der BaFin getroffenen Aussagen mag sie derzeit als moderat mit Augenmaß agierend beschrieben werden.

In der Regel wird Investor Relations mit Referenten der BaFin in Ermittlungsverfahren nicht direkt konfrontiert. Beim Aufbau von Insiderverzeichnissen oder der Handhabung von Ad hoc-Mitteilungen kommt es jedoch zu einem lockeren Meinungs austausch. Dem gegenüber ist der Umgang der Rechtsabteilung und des Compliance Office mit der BaFin bei vermuteten Rechtsverstößen wesentlich formaler. Auch wenn manchmal die Diskussion zwischen den Beteiligten recht kontrovers geführt wird, sollte seitens des Emittenten immer versucht werden, sich produktiv mit dem Regulierer auseinander zu setzen. Ähnlich ambivalent wie die Beziehung von Presse zu Investor Relations ist die der BaFin zum Compliance Office oder der Rechtsabteilung. Manchmal braucht man sich, manchmal arbeitet man gegeneinander. Investor Relations sollte deshalb die Kollegen im Compliance Office informieren, wenn die BaFin von ihr kontaktiert wird. Nicht nur für Aktionäre gilt die One Voice Policy. Im Idealfall einigen sich die Abteilungen darauf, dass in Rechtsauslegungsfragen nur die fachlich zuständigen Mitarbeiter die Meinung des Regulierers einholen.

Die von der BaFin mündlich erteilten Auskünfte bieten keine Rechtssicherheit. Den Syndikusanwälten steht – im Gegensatz zu den externen Rechtsanwälten – nach momentaner Rechtsprechung gegen den Emittenten kein Aussageverweigerungsrecht zu. Kommt es zum Streit über die Heranziehung von sensiblen Dokumenten, Zeugnisaussagen oder strittigen Sachverhalten erfolgt zuerst die juristische Prüfung, ob das Begehren der BaFin dem Grundsatz der Angemessenheit entspricht. Sind die hauseigenen Juristen der Auffassung, dass die BaFin gleich geeignete aber weniger einschneidende

Ermittlungsmethoden einsetzen kann, sollten entsprechende Alternativangebote gemacht werden. Die Ermittlungsbefugnisse der BaFin ergeben sich im Wesentlichen aus § 4 WpHG und sind recht weitgehend. In den allermeisten Fällen kooperiert der Emittent mit der BaFin, um die „Anhaltspunkte“ gegen ihn aufzuklären zu helfen. Auch vor dem Hintergrund der Ausweitung von (Straf-)Tatbeständen und Auflagen für das Insiderverzeichnis ist selbst bei aller vorgetragener Kritik (vgl. 1.2, 1.3) bislang zwischen Unternehmen und Aufsichtsbehörde produktiv zusammengearbeitet worden. Bei Wertpapierdienstleistern ist hingegen schon vor Inkraftsetzung des Anleerschutzverbesserungsgesetzes deutliche Kritik an BaFin-Ermittlungen und Prüfungen geübt worden. Ob die Gründe dafür in unangemessener Kontrollintensität oder der Marktkonsolidierung des Bankensektors zu finden sind, mag hier dahin gestellt bleiben.

2.10 Berichterstattung über das Compliance Management

Wurde mit viel Aufwand das Compliance Management erfolgreich installiert, kann man überlegen, darüber intern und auch extern zu berichten. Die von den WpHG-Regelungen betroffenen Mitarbeiter werden ohnehin über die Existenz eines Compliance Officer, Ad-hoc-Gremiums, Insiderverzeichnis informiert sein. Dennoch darf zu den Kompetenzen des Compliance Officer, seiner Person und den übrigen Mitarbeitern im Compliance Office großzügig in den hausinternen Medien geschrieben werden. Dies stärkt das Vertrauen der Mitarbeiter in ihre Ansprechpartner. Informationen zu konkreten Sachverhalten, Ermittlungsverfahren etc. sind hiervon ausgenommen. Je nach vorhandener Unternehmenskultur wird der Compliance Officer im Intranet seine Kriterien für die Bestimmung der Führungskräfte bzw. diese selbst zum Directors' Dealings benennen – oder nicht. Gleiches erfolgt mit seinen Aufklärungsunterlagen (vgl. 2.5).

Interesse an der Arbeit des Compliance Management haben der weitere Vorstand und Aufsichtsrat. Deshalb empfiehlt sich neben einem ersten Status-Bericht für den Vollzug der ersten Maßnahmen eine zusammenfassende Darstellung der unterjährigen Ergebnisse in einem Jahresbericht. Hier werden komprimiert nach einzelnen Regelungsfeldern getrennt, die Ergebnisse zur Erfassung und Aufklärung der Insider, Entscheidungen in Ad hoc-Sachverhalten, durchgeführte Schulungsmaßnahmen und Ermittlungsverfahren dargestellt.

Abhängig von der Größe des Unternehmens, den bereits praktizierten Usancen bei der Berichterstattung über Risikomanagementsystem (Publizitätspflicht), Interne Revision, Sarbanes Oxley usw. kann der Geschäftsbericht, der Aktionärsbrief, der Corporate Governance Report oder die Corporate-Website mit Angaben zum Compliance Management angereichert werden: Aufgaben, Inhalte, ergriffene Maßnahmen. Auch gezielte Anfragen von Aktionären hierzu sollten ernst genommen werden – selbst wenn sie von „Aktionärsschützern“ stammen.

3. Ad hoc-Publizität

Die Ad-hoc-Publizität ist ähnlich wie die Insiderhandelsverbote von den Emittenten in der Vergangenheit nur mit mäßigem Interesse soweit praktiziert worden, wie es zur Befriedigung der rechtlichen Erfordernisse notwendig war. Eine eigenständige Rolle für die Kapitalmarktkommunikation zwischen Presseterminen/-mitteilungen, Zwischenberichterstattung, Aktionärsbriefen, Investorentreffen, Geschäftsbericht oder Hauptversammlung wurde ihr nicht zu teil. Zumal daneben noch ein ganzes Kompendium von tatsächlich oder vermeintlich wichtigen Kommunikationsinhalten für die Aktionäre aufgebaut worden ist. Die Ad-hoc-Publizität bietet trotz ihrer juristischen Dimension ein Indiz für den Anleger, wie der Emittent seine eigene Disclosure-Policy versteht. Die an anderer Stelle wegen ihrer Rechtsunsicherheit gescholtenen unbestimmten Rechtsbegriffe bieten innerhalb eines selbst gesteckten Rahmens Spielraum für Quantität und Qualität der Ad-hoc-Mitteilungen. Voraussetzung ist dafür, den Informationsbedarf seiner (potentiellen) Anleger genau zu kennen, die Periodizität der Berichterstattung, die bislang vermittelten Inhalte und diese optimieren zu wollen. Trotz des Grundsatzes von der Kontinuität in der Kapitalmarktkommunikation ist eine gelegentliche Anpassung der Kommunikationsstrategie an geänderte rechtliche Erfordernisse und Informationswünsche der Anleger geboten.

Ad hoc-Mitteilungen im Vergleich (BaFin)

	seit AnsVG		Vergleichsmonat		%
Nov. 2004	434	2003 338			+ 28
Dez. 2004	295	2003 208			+ 42
Januar 2005	192	2004 155			+ 24
Februar 2005	324	2004 260			+ 25
März 2005	385	2004 379			+ 2
April 2005	353	2004 285			+ 24
Mai 2005	348	2004 341			+ 2
Juni 2005	241	2004 168			+ 43
Juli 2005	283	2004 213			+ 33
August 2005	376	2004 341			+ 10
Jahre gesamt:	2002 4.491	2003 3.301	2004 3.260	8/2005 2.502	

Abbildung 15

Der Kritik an den Emittenten, einige berichten zuviel, die meisten aber wie die DAX-Gesellschaften zu wenig Ad hoc, ist prinzipiell zuzustimmen. Einem anderen berechtigten Kritikpunkt, sie hätten das Zusammenspiel von erweiterten Ad-hoc-Tatbeständen und der Selbstbefreiung in § 15 Abs.3 WpHG nicht verinnerlicht, ist zumindest soweit Recht zu geben, dass sie diese Möglichkeiten nicht vollständig ausschöpfen. Überlagert wird die Praxis der Ad-hoc-Publizität noch dadurch, dass von Opinion Leadern im Ad-hoc-Gremium, zumeist ein Vorstandsmitglied, Sachargumente welche für tendenziell mehr Ad-hoc-Mitteilungen sprechen, nicht umgesetzt werden. Dafür gibt es bei näherer Betrachtung weder juristisch noch kommunikativ begründete Einwände. Unter diesen Aspekten mag Investor Relations weniger einen materiell rechtlichen Part in dieser im Unternehmen geführten Diskussion einnehmen, als mehr die „berechtigten Interessen“ der Anleger einbringen. (s. *Abbildung 15*)

3.1 Ad hoc als Bestandteil der Kapitalmarktpublizität

Um den Anlegern ein Mindestmass an Unternehmensinformationen für ihre Anlageentscheidungen zu bieten, haben die Gesetzgeber aller Industrienationen umfangreiche Publizitätsverpflichtungen geschaffen, die von Investor Relations wie die „freiwilligen“ Maßnahmen in der eigenen Kommunikationsstrategie Berücksichtigung finden. In Europa mag hier dem Umfang der Rechtsvorschriften nach noch Großbritannien den Spitzenreiter bilden, Frankreich und Deutschland stehen dem mittlerweile aber nur noch wenig nach.

Aus juristischer Perspektive kann man grundsätzlich zwei unterschiedliche Regelungsfelder deutscher Publizitätsvorschriften ausmachen: Gesellschaftsrechtliche und kapitalmarktrechtliche. Zu ersteren gehören der Jahresabschluss, Konzernabschluss, Lagebericht, Rechnungslegungsvorschriften⁸; das Auskunftsrecht des Aktionärs auf der Hauptversammlung⁹; Transparenz über Beteiligungsverhältnisse¹⁰; sowie die Comply or Explain-Erklärung zum Deutschen Corporate Governance Kodex¹¹. Für die Gründung einer Gesellschaft treten spezielle Registervorschriften hinzu.¹² Die zweite Gruppe der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften, lässt sich ihrerseits in zwei Bereiche unterteilen – jene für den Primärmarkt (going public) mit Börsenzulassungsprospekt¹³, Verkaufsprospekt¹⁴ und Unternehmensbericht¹⁵, die hier nicht weiter erörtert werden sollen, sowie jene für den Sekundärmarkt (being public) bestehend aus Regelpublizität und Anlassbezogener Publizität. (s. *Abbildung 16*)

Zur Regelpublizität ist neben dem Jahresabschluss für alle börsennotierten Unternehmen im amtlichen Handel der halbjährliche Zwischenbericht¹⁶ zu zählen. Des Weiteren sind hierzu für die im Prime Standard (DAX, MDAX, SDAX, TecDAX) geführten Unternehmen die Quartalsberichte¹⁷ einzubeziehen. Obwohl der administrative Aufwand für

8) §§ 264 ff., 325 ff. HGB.

9) § 131 AktG.

10) §§ 20 f. AktG.

11) § 161 AktG.

12) §§ 39 f. AktG.

13) § 30 BörsG.

14) § 1 VerkProspG.

15) § 51 BörsG.

16) § 40 BörsG, §§ 53 ff. BörsZulVO.

17) §§ 63 Abs.1, 2 BörsO. Daneben existieren privatrechtliche Regelungen wie der Leitfaden für Aktienindizes der Deutschen Börse für amtlich notierte Unternehmen.

Bedeutung von Informationsquellen für private Aktionäre
Präferenzen deutscher Aktionäre, DAI 2005

	Rank
Zeitung, Zeitschrift, Wirtschaftssendungen (TV)	1
Geschäftsbericht	2
Quartalsbericht	3
Beratung durch Bank u.a.	4
Aktionärszeitung des Emittenten	5
Corporate-Website	6
Familie, Freunde	7

Bei dieser Studie wurden über 80.000 Fragebögen ausgewertet.

Abbildung 16

die Regelpublizität immens ist und ein großer Teil davon externer Prüfung unterliegt, richten Anleger ihr Augenmerk, vor allem Privatanleger, nicht unbedingt auf die darin enthaltenen Informationen zu den wirtschaftlichen Verhältnissen, sondern orientieren sich in ihren Anlageentscheidungen an Branchendaten, sowie Unternehmensmeldungen aus der Wirtschaftspresse.

Daneben existiert eine Ereignisbezogene Publizität für den Sekundärmarkt: Ad-hoc-Publizität¹⁸, Mitteilungen über Beteiligungsverhältnisse¹⁹, Directors' Dealings²⁰. Für den Bieter einer Zielgesellschaft ergeben sich des Weiteren umfangreiche Veröffentlichungspflichten bei Abgabe eines Angebotes²¹. In diesem Kreis kommt der in § 15 WpHG verankerten Ad-hoc-Publizität eine besondere Stellung zu. Sie schließt die für die Regelpublizität bestehende Lücke, zeitnah den Kapitalmarkt über Änderungen der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens oder Strategieänderungen usw. zu unterrichten. Außerdem soll damit eine faire, d.h. gleichzeitige und inhaltlich übereinstimmende Informationsversorgung für Privatanleger und institutionelle Investoren sichergestellt werden.

Nahezu sämtliche voran stehenden Normen unterlagen in den vergangenen Jahren Novellen und werden durch weitere Neuerungen wie dem Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) oder dem künftig zu erwartenden Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz (KapInHaG) um Haftungstatbestände und Verhaltensnormen ergänzt werden. Die Umsetzung der Transparenzrichtlinie der Europäischen Union wird darüber hinaus bis 2007 weitere Neuerungen

18) § 15 WpHG.
19) § 21 ff. WpHG.

20) § 15a WpHG.
21) § 10 ff. WpÜG.

mit sich bringen, die noch strikere Publizitätsvorschriften in Deutschland etablieren wird. Hauptmotive für den steten Drang zu Veränderungen in den Publizitätsvorschriften sind neben EU-Vorgaben, Forderungen von Aktionärsschützern nach verbesserten Haftungsgrundlagen und verifizierte Finanzkennzahlen für Privatanleger, sowie die oftmals generalistisch vorgebrachte Forderung nach substantiellerer Berichterstattung zur wirtschaftlichen Lage des Unternehmens. Impulse für Vorschläge zur Regulierung erhält das Thema nicht zuletzt auch aus neuen Techniken zur Finanzmarktcommunication für Investoren wie XBRL, der Einrichtung eines elektronischen Unternehmensregisters oder dem Wunsch nach mehr Transparenz über die Qualität des Managements sowie seiner Leistungsanreize im Rahmen der Corporate Governance Debatte.

BaFin-Ergebnisse zu fehlerhaften Ad hoc-Mitteilungen
Jahresbericht 2004

Eröffnete Verfahren wegen Ad-hoc-Publizität	22
Anzahl Geldbußen (maximal verhängt Euro 95.000)	7
Befreiung von Publizitätspflicht auf Antrag (vor AnsVG)	1

Abbildung 17

Für eine nachhaltig erfolgreiche Arbeit von Investor Relations gilt es daher, sich frühzeitig von der Rechtsabteilung über den Stand zu neuen Regularien unterrichten zu lassen, um Inhalte, Formate der Kommunikationsstrategie, sowie den Finanzkalender optimal den neuen Gegebenheiten anzupassen. Dies betrifft im Übrigen die Vorbereitungen zur Hauptversammlung genauso wie den Geschäftsbericht. Werden nicht wenigstens einmal im Jahr, beispielsweise bei Erstellung des Finanzkalenders, systematisch entsprechende Hinweise zum Regulierungsumfeld in der eigenen Arbeit antizipiert, bleibt oft nur noch Handeln „in letzter Minute“ um günstigsten falls seine Arbeitsergebnisse zu optimieren, schlechtesten falls nur den Gesetzesvorgaben entsprechen zu können. Zwar erhält Investor Relations regelmäßig von anderen Bereichen (Compliance Office, Recht, Rechnungswesen) hierzu Hinweise. Doch bietet es sich hier an, die stete Veränderung in der Kapitalmarktregulierung durch einen IR-Mitarbeiter für eigene Zwecke der Abteilung aufbereiten zu lassen. Bei vielen Emittenten kann hier auch auf die von den Rechtsabteilungen in regelmäßigen Abständen erstellten Übersichten zurückgegriffen werden.

Angesichts dieser gesetzlich normierten Publizitätspflichten sieht sich Investor Relations einer immer stärkeren Verrechtlichung ihrer Kommunikationsinhalte ausgesetzt. Die Bestrebungen sämtliche Äußerungen des Emittenten in Pressemitteilungen, Geschäftsbericht oder Website, sowie Statements von Vorständen in Bilanzpressekonferenzen,

Hauptversammlung oder in Interviews zum Schutz der Anleger vor Täuschung justitabel werden zu lassen, erfordert zunehmend aufwendigere Vorbereitungen mit juristischer Prüfung der Inhalte. Sicher sollten unwahre Angaben beispielsweise in Geschäftsberichten einer verstärkten Kontrolle mit gegebenenfalls einhergehender Sanktion unterzogen werden. Eine Überregulierung gerade zulasten von Äußerungen der Unternehmensspitze in der Öffentlichkeit wird jedoch auf den Kapitalmarkt kontraproduktiv wirken, weil Emittenten sodann unisono zunehmend auf formelhafte – weil auf Rechtssicherheit geprüfte – Standardberichterstattung übergehen, was bereits jetzt schon das Interesse der Anleger am Wirken der Unternehmen erlahmen lässt. Man nutzt deshalb weniger Unternehmensinformationen zur Wertschöpfung oder Unternehmens-Story, als mehr die Daten der Finanzkennzahlen und die Kurshistorie. Die eigentliche Aufgabe für Investor Relations wird in den kommenden Jahren darin bestehen, mehr gesetzlich geforderte Informationen „produzieren“ zu müssen, ohne damit immer auf Interesse bei den Aktionären zu stoßen. Gleichzeitig wird es darum gehen, eine Ziel gerichtete lebendige Ansprache für die – potentiellen – Aktionäre zu finden, die ihre Aufmerksamkeit findet. In der Praxis hört man hier von IR-Verantwortlichen oftmals den optimistischen Einwurf, man habe ja interessante Inhalte für den Kapitalmarkt, die auch gelesen werden. Hier ist deutlich zu sagen, dass gerade eben diese „besonders interessanten“ Inhalte per se nicht mehr zum disponiblen Bereich der IR-Arbeit gehören. Es handelt sich dabei nicht selten um (potentielle) Insiderinformationen, die entweder formal Ad-hoc zu berichten sind oder im Falle eines Aufschubs der Geheimhaltung bedürfen. Die gesetzlichen Regelungen betreffen neben dem Inhalt auch den Zeitpunkt der Mitteilungen.

Außer den legislativen Bestrebungen, das regulatorische Umfeld der Emittenten zu intensivieren gibt es für Investor Relations noch eine weitere generelle Tendenz, die sich unmittelbar auf die Arbeit auswirkt und in ihren Folgen die kommenden Jahre noch an Bedeutung gewinnt. Immer mehr Dokumente werden via Internet²² dem Anleger zur Verfügung gestellt, ein Email-Verteiler versorgt interessierte Anleger Ziel gerichtet mit Aktionärsbriefen. Fragen zur Hauptversammlung können demnächst auf der Website vorab beantwortet werden. Dies bringt neben einem Komfortgewinn mehr Geschwindigkeit in die Kapitalmarktkommunikation, was eine im Verhältnis zu institutionellen Investoren verbesserte Situation der Kleinanleger bewirkt.

Privatanleger stehen allerdings schon heute vor der schwierigen Aufgabe, die Vielfalt von Unternehmensnachrichten sinnvoll für ihre Anlageentscheidung zu verwerten. Zumal die tatsächliche Aussagekraft vieler Angaben ohne intensive Bewertung anderer Umstände jeweils für sich betrachtet gering ist. Ebenso haben es institutionelle Investoren wie Fonds oder Bankinstitute nicht leicht, mittels eines umfassenden Research neben den Finanzkennzahlen die Qualität des Managements, die Corporate Governance-Performance oder die Nachhaltigkeit der Wertschöpfung für den Unternehmenserfolg zu bewerten. Emittenten werden deshalb nach einfachen Schemata von Finanzanalysten gecovert, die

22) Vgl. Ziff. 2.3.1. Deutscher Corporate Governance Kodex: Unterlagen für die Hauptversammlung

diese Faktoren weitgehend unberücksichtigt lassen. Ein Hauptgrund ist dafür die fehlende Erfahrung in Deutschland, diese soften Entscheidungskriterien festzulegen und die mit der Umsetzung verbundenen hohen Researchkosten. Entsprechende Bestrebungen sind bislang im Versuchsstadium stehen geblieben.

Es ist zu erwarten, dass dem nicht dauerhaft so bleiben wird und Faktoren wie Nachhaltigkeit der Wertschöpfung, Corporate Governance-Performance oder Corporate Social Responsibility den Weg in die Rechenwerkzeuge der Finanzanalysten finden werden. Einige Unternehmen haben sich bereits in den vergangenen Jahren in diesen Bereichen hervorgetan und wurden mit lobenden Pressestimmen oder gar Preisen dafür belohnt. Dies mögen erste Schritte sein, die Inhalte der Kapitalmarktkommunikation zu erweitern. Es ist gewissermaßen eine natürliche Reaktion auf die steigende „statistische“ Datenmenge für den Anleger, die durch neue Gesetze erzeugt wird. Um wieder den „inneren“ Wert des Unternehmens zu erkennen, besinnt man sich dieser weichen Faktoren. Eine ähnliche Entwicklung hat die angelsächsische Kapitalmarktkommunikation bereits in einem Zyklus in den 90er Jahren erlebt.

Die Ad-hoc-Publizität ist in diesem Kontext nur ein Baustein in der Wahrnehmung des Unternehmens am Markt. An ihrer Handhabung kann der erfahrene Anleger aber einfach ablesen, wie „ehrlich“ der Emittent mit Privatanlegern umgeht. Versäumnisse, unprofessionelles Handling oder bewusste Fehlinformationen lassen sich hier, weil am konkreten Einzelfall festgemacht, dem Unternehmen gut nachweisen. Anders formuliert, wer sich hier in der qualitativen Umsetzung einen *vaux pas* erlaubt, beschädigt damit das ihm entgegen gebrachte Vertrauen. Bedenkt man den Aufwand, mit dem Aktien heute beworben werden, wiegt dieser Reputationsschaden schwerer, als mögliche geltend gemachte Schadensersatzansprüche. In jedem Fall werden Anleger nach einem Schadensfall immer einen „Skepsis-Abschlag“ im Kurswert einpreisen.

Die Relevanz der Ad-hoc-Publizität für den Anleger macht sich neben der einfachen gesetzeskonformen Anwendung noch am Charakter der Umsetzung fest. Wegen der unbestimmten Rechtsbegriffe im Gesetz bleibt dem Emittenten innerhalb gewisser Grenzen ein eigener Ermessenspielraum, den er für eine weite oder eine restriktive **Disclosure Policy** nutzen kann. So soll generell mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz eine erhöhte Mitteilungsfreudigkeit erreicht werden, wobei gleichzeitig der Missbrauch zur Kurspflege untersagt ist. In diesem Spannungsfeld hat nunmehr jeder Emittent selbst zu entscheiden, wie er seine Informationspolitik prägt. In der Unternehmenspraxis verwundert es manchmal, dass zwar einzelne Komponenten wie der Geschäftsbericht, Value Reporting oder neue Ad-hoc-Pflichten intensiv vorbereitet werden, die systematische Ausrichtung aller Informationsangebote für den Markt hingegen unterbleibt. Natürlich hat ein Unternehmen, welches nunmehr die Ad-hoc-Publizität als Mittel der Kapitalmarktkommunikation entdeckt hat, die übrigen genutzten langsamen (Geschäftsbericht) und schnellen Medien (Website, Quartalsbericht) anzupassen.

Eine fehlende Konsistenz besteht mitunter in der Forcierung von „Modethemen“, die nach 2 Jahren ersatzlos eingestellt werden. Erklären lassen sich diese Inkonsistenzen in der Regel recht zwanglos durch „Vorlieben“ einzelner Vorstandmitglieder oder eine fehlende mehrjährig durchgehaltene Kommunikationsstrategie des Unternehmens. Denn hierzu bedarf es einer Überwindung der oft anzutreffenden Teilung von juristischen Inhalten, die durch Rechtsabteilung und Compliance Office gemanagt werden und „freiwilligen“ Inhalten von Investor Relations. Weil außerdem die Kapitalmarktkommunikation nicht bei allen Vorständen den gleichen Stellenwert genießt – wegen Zusammensetzung der Investoren auch nicht haben muss – fehlt oft ein Treiber, der alle an der Kapitalmarktkommunikation Beteiligten auf für die Anleger wesentlichen Inhalte fokussiert. Ist hingegen eine langfristige IR-Strategie für die Aktie beschlossen und mit einem auf die Jahre verteilten Maßnahmenplan operationalisiert worden, spricht einiges dafür, dies der Rechtsabteilung nahe zu bringen, damit sie bei rechtlichen Ermessensfragen im Korridor dieser Unternehmenspolitik ihre Empfehlungen zu Insiderinformationen erarbeitet.

Damit lässt sich feststellen, dass es neben dem Einfluss externer Regulierer, sowie interessierter Anleger, einer ordnenden Hand im Top-Management bedarf, um diese Aspekte in der Organisation umzusetzen. Natürlich liegt es hier nahe, die moderne Rolle des Finanzvorstandes als Chief Financial Officer (CFO) zu fordern. Nur zeigt der Alltag der deutschen Finanzvorstände, dass mitnichten diese von Akademikern ihnen zugeordneten Zusatzaufgaben ihr Tagesgeschäft ausmachen, sondern Kostenreduzierung, Finanzierung von Expansion, Transaktionen oder schlicht der Jahresabschluss die Arbeitskraft binden und ihnen wenig Raum für eine aktive Steuerung der IR-Aktivitäten lassen. Allerdings gilt es zu bedenken, dass gerade Vorstandsvorsitzende und Finanzvorstände einen großen Teil ihrer Arbeitskraft für Gespräche mit Investoren, Roadshows oder für öffentliche Interviews einsetzen müssen. Die erhöhte Regulierungsdichte durch AnSVG oder UMAG bietet mithin aktuelle Anlässe, die Art und Weise mit den Anlegern zu kommunizieren, sowie der Abteilungsübergreifenden Organisation dieser Aufgabe, einer Revision zu unterziehen. So wird Investor Relations künftig stärker als heute auf proaktive Aufklärung zu der für sie relevanten gesetzlichen Normierung angewiesen sein, um in Übereinstimmung mit bestehenden Gesetzen, Verordnungen oder Verwaltungsanweisungen agieren zu können. Auch das Top-Management wird sich vermehrt, gerade wenn es sich um stark extrovertierte Persönlichkeiten handelt, für die mündliche Kommunikation mit den Medien coachen lassen, um etwaigen Haftungsschäden vorzubeugen.

Viele in der Öffentlichkeit heftig geführte Diskussionen zum so genannten „Spannungsverhältnis“ zwischen Ad-hoc- und Regelpublizität lassen sich oftmals einfach auflösen, indem sich das Unternehmen auf eine sachliche Analyse seiner bisherigen Kapitalmarktkommunikation einlässt.

3.2 Unternehmensinternes Ad-hoc-Reporting

Die Aufgaben eines Ad-hoc-Ausschusses zur Bewertung eventuell kurserheblicher Umstände wurden bereits unter 2.6 dargestellt. Bevor man zu den Details für die Bewertung der Umstände gelangt, ist sicherzustellen, dass die Insiderinformationen im Unternehmen konzentriert werden. Verteilen sich in „kleinen“ Unternehmen die Insiderinformationen auf eine geringe Anzahl von Führungskräften, werden Vertreter aus diesem Kreis unkompliziert die Bewertung ob eine Ad-hoc-Mitteilung erforderlich ist, im Ad-hoc-Gremium vornehmen. Ebenso wird in Unternehmen, die im Aufbau ihrer Management-Strukturen als klassische Stammhauskonzerne geführt werden, durch pyramidale Berichtswege eine Zusammenführung der Insiderinformationen sichergestellt.

In DAX-Gesellschaften, Konzernen mit eigenständigen Profitcentern und solchen, die als Finanzholding angelegt sind, verteilt sich die Generierung von Insiderinformationen hingegen regelmäßig auf Personen, die mehreren Unternehmensbereichen angehören. Hier bedarf es eines erhöhten Aufwandes, um über ein Berichtswesen die in der Gesellschaft verteilten Insiderinformationen zu ermitteln. Ob in diesem Fall formale Berichtswege eingerichtet werden, informeller Anlassbezogener Meinungsaustausch im Top-Management ausreicht oder ein Ansprechpartner benannt wird, an den sich Manager wenden, wenn sie der Auffassung sind, es mit einer Ad-hoc-publizitätspflichtigen Information zu tun zu haben, bleibt mangels legislativer Vorgaben dem Emittenten überlassen.

Bislang konnten sich bei Deutschen Emittenten zwar die Ad-hoc-Ausschüsse etablieren, ein für Ad-hoc-Zwecke konzipiertes Berichtswesen in den allermeisten Gesellschaften hingegen nicht. Wo dies praktiziert wird, waren bereits schon vorher eigenständige, institutionalisierte, Ad-hoc-Reportings in Betrieb. Beispiele sind hierfür interne Ad-hoc-Meldungen an die Unternehmensspitze zu Plan-Abweichungen bei Produktion, Forschung und Entwicklung, Investitionen, Liquidität – extern: Rohstoffpreise, regulierte Märkte. Unter dem Aspekt, den administrativen Aufwand zur Umsetzung des § 15 WpHG nicht uferlos werden zu lassen, kann hier keine generelle Empfehlung abgegeben werden, unbedingt ein eigenes Ad-hoc-Reporting aufzubauen. Vielmehr ist individuell festzustellen, ob es dafür Bedarf gibt. Denn neben einer fehlerhaften Einschätzung des Emittenten, die Information sei nicht kursrelevant gewesen, kann vor allem die mangelnde Kenntnis des Ad-hoc-Ausschusses oder des Vorstandes von einer Insiderinformation zu einer unzureichenden Ad-hoc-Kommunikation führen. Rechtsverstöße ergeben sich praktisch dabei vor allem wegen zu später Veröffentlichung.

Ob ein eigenes Ad-hoc-Reporting eingeführt werden soll, wird am besten der Einschätzung der Ad-hoc-Gremiums-Mitglieder überlassen. So beurteilt am einfach-

sten dieser Personenkreis selbst, ob er alle Insiderinformationen vollständig und zeitnah aus dem Unternehmen erhalten. Fällt die Antwort uneingeschränkt mit „Ja“ aus, bedarf es zumindest keines institutionalisierten Ad-hoc-Reportings. Gibt es hingegen Zweifel an der Zuverlässigkeit des Informationsflusses, stehen die folgenden Varianten zur Auswahl, dies zu verbessern.

Da bei allen Emittenten bereits Reportings für Controlling Zwecke, Rechnungswesen oder Produktionsüberwachung vorhanden sind, mit zum Großteil immensen Umfangs, bedarf es zur Erhebung der Insiderinformationen für die Ad-hoc-Publizität in der Regeln nicht des Aufbaus eines weiteren eigenständigen separaten Ad-hoc-Reportings. Es reicht vielmehr aus, im vorhandenen internen Berichtswesen auf die aggregierten Formate zurückzugreifen, die entsprechende Quellen für Insiderinformationen bieten. Mitunter kann durch Anpassungen der Berichtsformate oder Einweisung von Mitarbeitern zum Thema „Insiderinformation“ der noch für die Ad-hoc-Bewertung erforderliche Mehrbedarf abgedeckt werden. Die Ziel gerichtete Identifikation der erfahrenen „Information-Player“ oder „Information-Broker“ bietet die Grundlage für jedes Ad-hoc-Reporting, sei es zum Risikomanagement, für Planabweichungen oder für Ad-hoc-Zwecke.

Diese integrierten Ad-hoc-Reportings bieten den Vorteil, nahezu aufwandsneutral zu sein und weisen damit eine Ähnlichkeit zum Risikoreporting auf, welches nach dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom Vorstand eingeführt worden ist.²³ Wesentliche Unterschiede sind jedoch, dass das Ad-hoc-Reporting ausschließlich Anlass bezogen und gesetzlich nicht zwingend ist. Es unterscheidet sich vom Ad-hoc-Reporting nach § 91 Abs.2 AktG im Rahmen des Risikomanagements grundlegend, weil es nicht nur Bestands gefährdende Entwicklungen beinhaltet.

3.3 Insiderinformation: Grundlage der Publizitätspflicht

Gerade weil die Publizitätspflicht des § 15 WpHG mittels Übertreibung oder Unterlassung zwecks Kurspflege in der Vergangenheit missbraucht worden ist, bedarf es der sorgfältigen Prüfung, ob die gesetzlichen Voraussetzungen für eine Pflichtpublizität der Information im Einzelfall vorliegen. Diese kann weder durch Ausführungen in der Kommentarliteratur noch durch die folgende Darstellung mit einzelnen Beispielen ersetzt werden. Ebenso vorsichtig sollte man Ausführungen der BaFin verwenden, wenn darin exemplarische Fallgruppen benannt werden. Die BaFin weist selbst darauf hin, dass diese weder abschließend sind, noch können sie den konkreten Umständen des Einzelfalls gerecht werden. Sie haben nur exemplarischen Charakter und keine exkulpierende Funktion. Der Wunsch der Emittenten nach Rechtssicherheit ist verständlich. Beispiele können bei noch so gut aufgebauter Exemplifizierung die juristische Einzelfallprüfung nicht ersetzen.

²³⁾ § 91 Abs.2 AktG.

Man wird in der Beratungspraxis oft gebeten, eine für das Unternehmen speziell angefertigte Matrix zu erstellen, die eine einfache Rasterung ob eine Insiderinformation vorliegt oder nicht ermöglicht. Neben der Nennung von spezifischen Beispielen gilt es für alle an der Bewertung Beteiligten in erster Linie eine systematische Bewertungsgrundlage mit einem hinterlegten Prozedere einzuüben. Je nach Größe des Ad-hoc-Gremiums und individuellem Kenntnisstand fallen entsprechend unterschiedlich diese Orientierungshilfen aus. Kritisch muss allerdings angemerkt werden, dass sich ein Anleger derzeit glücklich schätzen darf, wenn „sein“ Unternehmen überhaupt über hauseigene Kriterien zur Bewertung von Ad-hoc-verdächtigen Sachverhalten verfügt. Oft genug wird dies Fehlen durch viele Telefonate und Meetings kompensiert, die den Weg zur hauseigenen Kasuistik bereiten. Die langjährige Erfahrung der Beteiligten schützt hier vor Fehlern, erfüllt aber mit einem unzureichenden Organisationsgrad nicht immer das Streben nach Effizienz. Eine einmalige systematische Befassung des „Ad-hoc-Gremiums“ oder des Vorstandes mit den Grundlagen spart auf Dauer viel Zeit, die sonst in Diskussionen über Einzelfälle aufgebraucht wird. Des Weiteren sind eine Geschäftsordnung und fixierte „Bewertungskriterien“ für alle Beteiligten sinnvoll, um ein transparentes Entscheidungsprozedere zu festzulegen. Weder Gesetz, Verordnungen noch BaFin-Leitfäden können hier befriedigende Vorarbeit leisten, es gehört zur effektiven Rechtsumsetzung dazu.

Bedauerlich ist allerdings die oft vorzufindende Rechtsunsicherheit in dieser Materie. Im Folgenden findet sich deshalb eine Darstellung (3.3.1 folgende) zur Bewertung, ob es sich um eine Insiderinformation handelt, die an einem praktizierten Raster ausgerichtet wurde. Je nach dem wie groß, in welcher Branche, mit welchem Anteil an internationalem Geschäft der Emittent zu tun hat, ist es um weitere Entscheidungsphasen anzureichern. Die eigene Ad-hoc-Kasuistik kann hier eingebunden werden.

Es ist darauf hinzuweisen, dass bevor ein solch differenziertes System implementiert wird, alles auf Haftungsrisiken evaluiert wird. Man kann nach ständiger Praxis bei etwaigen Rechtsverstößen daran gemessen werden, ob gegen die selbst verfassten Organisationsvorschriften verstoßen wurde. Allerdings ist dieses Risiko als wesentlich geringer zu bewerten, als jenes, überhaupt keine konstituierten Bewertungsmaßstäbe anzuwenden. Letzteres lässt eher auf eine unzureichende Organisation schließen und bietet weit weniger Vorteile in der rechtssicheren Dokumentation der Abwägungsfragen bei der Selbstbefreiung nach § 15 Abs.3 WpHG.

Außer der Abwägung, welche Bedeutung die vermeintlichen Insiderinformationen für den Emittenten oder das Finanzinstrument haben, fällt vor allem die vorzunehmende Prognose schwer, ob dies denn am Markt für den Börsenpreis relevant wird, was seinerseits eine Einschätzung der Marktreaktion notwendig macht. So steht vor dem Eingehen auf rechtliche Erwägungen zur Kursrelevanz an erster Stelle immer die Beurteilung des Tatsachengeschehens mit seiner Wahrscheinlichkeit. In der Praxis erlebt man es manchmal, dass die

Beteiligten schon bei ausdifferenzierter juristischer Betrachtung angelangt sind – im Extremfall schon die Voraussetzungen für eine Selbstbefreiung diskutieren und nunmehr feststellen müssen, dass ihre Entscheidung doch eher von der Bewertung tatsächlicher Umstände abhängt als von deren rechtlicher Bewertung. Es gilt der eherne Grundsatz, vor einer dezidierten juristischen Bewertung muss der Sachverhalt vollständig aufgearbeitet sein.

Die Entscheidung darüber, ob eine Veröffentlichung zu erfolgen hat oder nicht, liegt regelmäßig nicht bei Investor Relations, sondern bleibt dem Ad-hoc-Ausschuss respektive dem Vorstand vorbehalten. Diese werden in nicht eindeutigen Fällen, was die Masse ausmacht, eine rechtssichere Einschätzung nur gewährleisten, indem mit der Materie vertraute Justitiare und gegebenenfalls externe Rechtsanwälte hinzugezogen werden. Inwieweit deren Rat gefolgt wird, hängt maßgeblich davon, ob sie das Marktumfeld sowie die Entscheidungslage beim Emittenten umfassend berücksichtigt haben. Ansonsten werden Juristen als Bedenkenträger im eigenen Haus wahrgenommen, die zu oft aus Gründen der Risikovermeidung die Veröffentlichungspflicht bejahen, ohne sich intensiv mit dagegen sprechenden Argumenten im einzelnen befasst zu haben. Oder aber sie verneinen von einem formaljuristischen Standpunkt aus die Veröffentlichung kategorisch, ohne die Perspektive des Anlegers hinreichend zu würdigen. Beides geht an den Praxisbedürfnissen und vor allem am Zweck des WpHG vorbei, Informationsasymmetrien zu beseitigen.

Hier können IR-Mitarbeiter wertvolle Arbeit leisten, indem sie aus marktnaher Sicht die Gründe für eine Kursrelevanz konkret benennen. Denn kaum ein anderer Bereich des Unternehmens ist so gut dafür prädestiniert wie sie. Hierzu gehört das Sammeln von Beispielen beim Erstellen des Pressespiegels oder die Analyse der Medien zum Verhalten der Wettbewerber bei Ad-hoc-Sachverhalten. Wenn die BaFin im selben Jahr den gleichen Sachverhalt, den ein anderes Unternehmen zuvor via einfacher Pressemitteilung oder Interview ohne Ad-hoc-Formalia veröffentlicht hat, nunmehr in einem Gespräch zur Klärung der Ad-hoc-Publizitätspflicht von dieser als unbedingt publizitätspflichtig nach § 15 WpHG erachtet wird, sollten entsprechende Vergleiche in die Diskussion mit der Aufsichtsbehörde eingebracht werden. Des Weiteren hat Investor Relations nicht nur den besten Überblick zum Marktgeschehen, sondern auch über die Inhalte, die in der Vergangenheit auf den Kommunikationswegen des Emittenten an den Kapitalmarkt gegeben worden sind und (keine) erheblichen Kursreaktionen ausgelöst haben. Damit besteht ein Arbeitsfeld von Investor Relations in der Erstellung einer Fallhistorie im eigenen Marktumfeld, die der eigenen Kasuistik des Emittenten für seine Ad-hoc-Entscheidungen zur Seite gestellt werden kann. Diese beiden empirischen Quellen bieten eine objektive Bewertungshilfe für die Arbeit des Ad-hoc-Gremiums. Um für den hauseigenen Gebrauch eine aussagekräftige Datenmenge aufzubauen, bedarf es keines großen Aufwandes. Es reicht aus, die in der Arbeit des Ad-hoc-Ausschusses und von Investor Relations diskutierten Sachverhalte mit dem dann vorhandenen Marktumfeld stichpunktartig zu dokumentieren. Letzteres gilt vor allem für erwartete Kursreaktionen, die nach erfolgter Veröffentlichung jedoch ausgeblieben sind.

Die BaFin hat als Aufsichtsbehörde bei Auslegung unbestimmter Rechtsbegriffe für alle Emittenten den gleichen Maßstab anzulegen. Durch ihre Entscheidungen über Sanktion oder Nicht-Sanktion des Verhaltens einzelner findet mit der Zeit eine Selbstbindung der Verwaltung statt, von der sie nicht zum Nachteil eines Unternehmens sporadisch abweichen darf. Die von der Behörde hierzu herausgegebenen Verlautbarungen oder Leitfäden nennen regelmäßig jedoch nur beispielhafte nicht abschließende Fallgruppen für die Ad-hoc-Publizitätspflicht ohne konkrete Ausgestaltung der Sachverhalte. Eine Anwendung ist deshalb im Einzelfall für sie und den Emittenten nicht zwingend. Deshalb kann man sich allein durch das Berufen darauf im Konfliktfall nicht exkulpieren. Die eigene Kasuistik biete mehr Argumentationsmaterial.

3.3.1 Allgemeine Voraussetzungen

Liegt eine Insiderinformation vor, ist diese unverzüglich zu veröffentlichen, wenn ein unmittelbarer Bezug zum Emittenten besteht.²⁴ Eine Ausnahme davon ist nur zulässig, wenn es der Schutz berechtigter Interessen erfordert, die Öffentlichkeit nicht in die Irre geführt wird und für die Zeit der Nichtveröffentlichung die Vertraulichkeit der Information gewährleistet werden kann (Befreiung, Aufschub).²⁵

Das Gesetz hat damit den Emittenten eine weitreichende Publizitätspflicht auferlegt, die im Wesentlichen davon abhängig ist, ob **a) eine Insiderinformation vorliegt**, die **b) unmittelbar den Emittenten betrifft**. Das letzte Kriterium spielt in der praktischen Bewertung eine untergeordnete Rolle.

Eine **Insiderinformation** liegt gemäß § 13 WpHG vor, wenn eine

- **Konkrete** Information
- über **nicht öffentlich** bekannte
- **Umstände** vorliegt,
- die sich auf **einen oder mehrere Emittenten** von Insiderpapieren oder die Insiderpapiereselbst beziehen
- und die bei Bekanntwerden **geeignet** sind, den **Börsen- oder Marktpreis des Insiderpapiers erheblich zu beeinflussen**.
- Dabei können auch Umstände, die mit hinreichender Wahrscheinlichkeit **in Zukunft** eintreten werden, eine Insiderinformation ausmachen.

Weil der Gesetzeswortlaut mit seinen vielen unbestimmten Rechtsbegriffen darauf angelegt ist, möglichst alle denkbaren Sachverhalte mit Kursrelevanz zu erfassen, bestehen die Hauptprobleme für die Entscheidung zur Ad-hoc-Publizitätspflicht in der Beantwortung der Frage, ob überhaupt eine Insiderinformation vorliegt. Die einzelnen Kriterien, juristisch bezeichnet „Tatbestandsmerkmale“, sind dabei im Einzelfall unterschiedlich einfach festzustellen. So ist die Konkretisierung der Information beispiels-

²⁴⁾ § 15 Abs.1 S.1 WpHG.

²⁵⁾ § 15 Abs.3 WpHG.

weise bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, Gerüchten oder Prognosen problematisch. Hier muss erst einmal geprüft werden, ob ein inhaltlich zeitlich bestimmbarer „Umstand“ vorliegt, der Voraussetzung für eine Insiderinformation ist. Erschwerend kommt hinzu, dass eine Einschätzung, ob alle Umstände konkret genug sind und ob diese sodann erhebliches Kursbeeinflussungspotential bieten, jeweils von einer Prognose ex ante abhängig sind. Es kann daher bei mehreren Merkmalen eine Entscheidung über den Konkretisierungsgrad und die anzunehmende Wahrscheinlichkeit erforderlich sein. Juristen können zwar auf eine gewachsene Terminologie dafür zurückgreifen, weil sie aber nur exemplarische Orientierung bietet, sollten gerade im Ad-hoc-Gremium Nicht-Juristen keineswegs zurückhaltender argumentieren, wenn sie mit Fachbegriffen überhäuft werden. Im Kern geht es immer um die Erfassung eines wirtschaftlichen Geschehens, welches um die Prognose für eine mögliche Kurswirkung ergänzt wird, mehr nicht. Deshalb bringen für die Dokumentation der Entscheidung des Ad-hoc-Gremiums weit schweifende juristische Ausführungen wenig Substanz. Diese sind in Ermittlungsverfahren gerechtfertigt.

Nun können nach neuer Rechtslage alle „Umstände“, wie interne, externe, gegenwärtige oder zukünftige, Gegenstand einer Insiderinformation sein, wenn sie geeignet sind, den Kurs erheblich zu beeinflussen. In der Theorie wird dabei gefordert, jedes gesetzlich geforderte Merkmal einer Insiderinformation den gleichen Stellenwert zuzuweisen und nicht einer Gesamtbetrachtung zu unterziehen.²⁶ In der Praxis liegen die meisten Probleme in dem Tatbestandsmerkmal der Geeignetheit zur erheblichen Kurspreisbeeinflussung begründet, und im Zeitpunkt wann eine „einfache Information“ sich qualitativ zur Insiderinformation entwickelt.

Weil die meisten Beteiligten als Nichtjuristen – völlig zutreffend – die Bejahung einer Insiderinformation vor allem von ihrer Wirkung für den Markt abhängig machen, gilt diesem Tatbestandsmerkmal ihr Hauptaugenmerk. Dabei kann allerdings übersehen werden, dass eine Diskussion dazu überflüssig ist, weil es bereits an einer hinreichenden Konkretisierung des Umstandes fehlt. Bevor mit Ausführungen über eine mögliche Preisbeeinflussungswirkung begonnen wird, sollten Überlegungen zur Wahrscheinlichkeit weniger das Kurspotential als vielmehr das Vorliegen der konkreten Umstände berühren, wenn der Sachverhalt noch nicht abgeschlossen ist. Denn selten sind „Umstände“ final eingetreten, sondern finden ihren Grund in der Abfolge wirtschaftlichen Handelns. Gegenbeispiel sind Erwerb eines Aktienpakets vom Mitbewerber oder schon eingetretene Umstände, die eine Gewinnwarnung erforderlich machen. Dann ist tatsächlich nur noch die Kurspreisbeeinflussungswirkung zu analysieren. Deshalb ist sowohl für den im Unternehmen erforderlichen Entscheidungsprozess als auch für die entsprechende Dokumentation bei Aufschub der Mitteilung der der Insiderinformation zugrunde liegende Sachverhalt so präzise wie möglich zu fassen, bevor umfangreich juristisches Für und Wider abgewogen werden.

26) Braun in Möllers/Rotter, § 7 Rdn.10, Waldhausen, S. 173.

Das einzig limitierende Kriterium außer dem Vorliegen einer Insiderinformation ist die **unmittelbare Betroffenheit des Emittenten** durch diesen Umstand. Damit ist aber nicht mehr als eine negative und völlig selbstverständliche Abgrenzung für Informationen beschrieben, die der Öffentlichkeit aus anderen Quellen bekannt ist: Daten zur allgemeinen Markt-, Zinsentwicklung oder Entscheidungen der Börsenbetreiber. Diese Informationen stellen deshalb in aller Regel schon keine Insiderinformationen dar, weil sie sich nicht auf den Emittenten oder das Insiderpapier selbst beziehen. Die BaFin hat eine Liste²⁷ aufgestellt, die Sachverhalte nennt, die in jedem Fall keine unmittelbare Betroffenheit für den Emittenten erzielen. Insiderhandelsverbote können hingegen sehr wohl dabei begründet werden. In der Unternehmenspraxis ist die feinsinnige Unterscheidung zwischen sich auf den Emittenten beziehende Umstände²⁸ (relevant für Insiderhandelsverbote) und nicht damit einhergehender unmittelbarer Betroffenheit²⁹ (relevant für Ad-hoc) des Emittenten kaum möglich. Wird das Ad-hoc-Gremium also das Vorliegen einer Insiderinformation bejahen, kann es in den seltensten Fällen durch eine fehlende unmittelbare Betroffenheit die Publizitätspflicht verneinen, es sein denn, die Aufsichtsbehörde hat sich hierzu explizit geäußert.

Die Interpretation des Begriffs der Unmittelbarkeit in § 15 Abs.1 S.2 WpHG, dass insbesondere die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetretenen Umstände, Insiderinformationen betreffen können, ist eine Reminiszenz an die überkommene Gesetzeslage. Man hätte diesen Satz auch eben so gut weglassen können. Das „insbesondere“ sorgt bei manchem Leser sogar für Verwirrung, weil es als Regelfall ausgelegt werden könnte, dass die nicht aus dem Tätigkeitsbereich stammenden Umstände grundsätzlich nicht der Ad-hoc-Publizität unterliegen sollen. Das ist damit aber gerade nicht gemeint. Es bedeutet nur, dass neben den unternehmensexternen Umständen die internen ebenfalls hierzu gehören – eine Selbstverständlichkeit.

3.3.2 Erhebliches Preisbeeinflussungspotential

Liegen die Voraussetzungen eines nicht öffentlich bekannten Umstandes vor, der den Emittenten selbst betrifft, stellt sich die Frage, ob eine Veröffentlichung dieser Informationen den Börsen- oder Marktpreis erheblich³⁰ beeinflussen kann. Beim Verbot der Marktmanipulation ist hingegen nur die Eignung zur Preiseinwirkung erforderlich. Es ist damit eine Prognoseentscheidung gefordert, deren Richtigkeit später nicht von dem tatsächlichen Eintritt des angenommenen Ergebnisses abhängt, sondern den sachlichen Annahmen, die einer ex-ante Sicht zugrunde lagen. Nun weiß jeder IR-Mitarbeiter, wie oft er bei der Einschätzung besonders positiver oder negativer Mitteilungen für den eigenen Aktienkurs irrte. Auch die Marktperformance ist schwerlich schon ohne Ad-hoc-Mitteilungen zu prognostizieren, wie regelmäßig Fondsmanager feststellen müssen. Die Forderung an den Emittenten, eine rechtsfehlerfrei Wahrscheinlichkeitseinschätzung auf das Anlegerverhalten zu treffen, birgt deshalb nicht eine gewisse Brisanz. (s. *Abbildung 18*)

27) BaFin-Leitfaden, S.46.

28) § 13 Abs.1 S.1 WpHG.

29) § 15 Abs.1 S.1 WpHG.

30) Beim Verbot der Marktmanipulation reicht hingegen die Eignung zur Preiseinwirkung.

	Rank
Anleger orientiert sich...	
an wirtschaftlicher Entwicklung des Unternehmens und an der Kursentwicklung	1
eher an der Kursentwicklung	2
eher an der wirtschaftlichen Entwicklung	3
Anleger verfolgt folgende Anlageziele	
langfristige Vermögensbildung	1
regelmäßiges Einkommen aus Dividenden/Veräußerung	2
kurzfristige Gewinne	3

Abbildung 18

Der Hinweis im Gesetz³¹, man stelle für seine Prognoseentscheidung auf einen verständigen Anleger ab, der die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde, verlagert die Bewertungsprobleme auf eine abstrakte Ebene. Wonach richtet dieser Anleger sein Portfolio aus: Nach dauerhafter Anlagestrategie, nach Branchen, aufgrund von technischer Chartanalyse, kennt er überhaupt das Kerngeschäft des Unternehmens, liest er die Quartalsberichte – wenn vorhanden und kann er die Bedeutung einer Ad-hoc-Mitteilung im Kanon der ihm über Regelpublizität mitgeteilten Informationen einordnen? Man weiß nicht viel von diesem Muster-Anleger. Man kann auch keineswegs nur auf einen wohl informierten institutionellen Investor abstellen, weil dies den Privatanleger mit seinen spezifischen Informationsbedürfnissen vernachlässigen würde.³² Außerdem ist nach den Ergebnissen zur Financial Behaviour von Aktionären bekannt, dass die Wenigsten ihr Verhalten an rein rationalen Gesichtspunkten ausrichten. Der „verständige Anleger“ handelt mithin nicht nur zu 100 Prozent mit „Verstand“.

Der Hinweis des Gesetzes ist also keineswegs wissenschaftlich gemeint und man tut gut daran, in der künftigen Kommentarliteratur nicht zuviel gute Worte darauf zu verwenden. Der Emittent soll vielmehr die hypothetische Entscheidungssituation eines Dritten seiner Prognose zugrunde legen, um die Marktsicht zu betonen und um seine Entscheidung mit Gründen zu belegen, die auch einer späteren Diskussion mit Aufsichtsbehörde oder Anlegern standhält.

31) § 13 Abs.1 S.2 WpHG.

32) Kumpel in Assmann/Schneider, § 15 Rdn. 99: Bereits die Gesetzesmaterialien zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz nahmen eine Kapitalmarkt erfahrene Person als Maßstab, wenn es um die Schaffung eines Orientierungsmaßstabes für die Prognose der Kurserheblichkeit ging. So werden auch

bei der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie informierte Anleger mit allen verfügbaren Informationen als Maßstab herangezogen. Bei Unternehmen mit einem hohen Free Float trifft dieser hypothetische Vergleich nicht die reale Zusammensetzung der Kapitaleigner, damit auch nicht ihr Anlageverhalten.

Wenn ein sachverständiger Anleger aus egoistischen Motiven heraus in Kenntnis der Situation des Unternehmens und des Marktgeschehens bereit ist, eine Anlageentscheidung zu treffen, indiziert das eine erhebliche Kursrelevanz der Information. Er sagt sich: „Ich nutze meine Kenntnis über diese Insiderinformation, um mir einen Vorteil gegenüber den anderen Anlegern zu verschaffen!“ Dabei kommt es nicht darauf an, wie viel Profit sich dieser „verständige“ Dritte davon verspricht, also ob die von ihm erwartete Kurschwankung 0,5 oder 5 Prozent beträgt. Die sichere Erwartung einer prognostizierten Kursreaktion mit eigenem Gewinn bzw. Verlustvermeidung reicht ihm aus.

Ob ein Kurspreisbeeinflussungspotential vorliegt, kann anhand des folgenden Schemas im Ad-hoc-Gremium, angereichert um eigene Kriterien, analysiert werden:

Ermittlung der erheblichen Börsenpreisbeeinflussung
Praxismodell

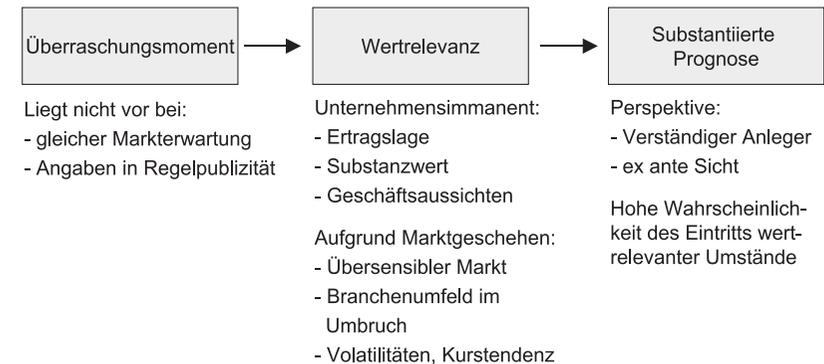


Abbildung 19

a) Überraschungsmoment: Handelt es sich um Neuigkeiten für den Markt, mit denen in absoluten Werten oder zumindest tendenziell ein Anleger zu diesem Zeitpunkt nicht rechnet? Daran kann es fehlen, wenn bereits zuvor durch vorangegangene Pressearbeit darauf hingewiesen wurde, dass mit einem überdurchschnittlich guten Geschäftsergebnis zu rechnen sei, was bereits im Börsenkurs eingepreist worden ist. Überraschend wirkt sich ebenfalls eine Ergebnisverschlechterung aufgrund steigender Rohstoffpreisen nicht aus, wenn sie bereits in den Zeitungen für die gesamte Branche diskutiert wird. Sie kann aber in gleicher Situation Anleger zu einer Anlageentscheidung motivieren, wenn zuvor kundgetan wurde, dass dieses Preisrisiko auf dem Weltmarkt durch Terminkontrakte gesichert sei, was dann im erforderlichen Umfang eben doch nicht der Fall war.

Nutzt ein Unternehmen also eine recht aktive zeitnahe Informationspolitik, ist die Wahrscheinlichkeit etwas geringer, aufgrund interner Kenntnisse der Ad-hoc-Publi-

zitätspflicht nachkommen zu müssen. Dies kann theoretisch soweit gehen, dass fast keine Ad-hoc-Publizität angewandt wird, weil der Anleger „permanent über alles“ vom Emittenten informiert wird: Pressemitteilungen, Info-Mails, Berichte. Das ist die Vision einiger für die perfekte Finanzmarktkommunikation. Fakt ist, dass der Gesetzgeber und die Börsen durch die umfangreiche Normierung von Regelpublizitätsvorschriften diesen eine besondere Bedeutung für die Disclosure-Schwerpunkte beimessen, was sich mit der EU-Transparenzrichtlinie bis Anfang 2007 noch steigern wird. Die Interdependenz zwischen Ad-hoc- und Regelpublizität beschreibt kein „Spannungsverhältnis“ wie gern behauptet wird, sondern stellt eine „Arbeitsteilung“ innerhalb der gesetzlichen Publizität dar. Im Prinzip hat das Gesetz dabei der Regelpublizität den Vorrang eingeräumt. Es hätte auch auf diese nahezu ganz verzichten können und fast alles als „Spontan-Publizität“ vorsehen können. Wegen der Herstellung einer hinreichenden zeitlichen Vergleichbarkeit für den Kapitalmarkt hat man darauf aus praktischen Gründen verzichtet. Die Ad-hoc-Publizität ist deshalb immer als Ergänzung der Regelpublizität zu sehen, um für die Anleger den Wissensvorsprung der unternehmensinternen Insider zu kompensieren und gegebenenfalls noch eine gleichmäßigere Informationsverteilung zwischen Privatanlegern und Institutionellen Investoren zu gewährleisten.

Vom Grundsatz her spräche deshalb eigentlich nichts dagegen, dass sämtliche Emittenten Insiderinformationen, die zeitnah zu einem fixen Publizitätsfenster wie der Bilanzpressekonferenz entstehen, erst dann mitteilen. Genauso verhält es sich bei spezialgesetzlichen Mitteilungspflichten wie die zur Stimmrechtsveränderung oder der Erhebung einer Anfechtungsklage. Diese Sichtweise, welche gerade in der Diskussion mit Vorständen zu den Auswirkungen des AnSVG durchscheint, vernachlässigt ein Moment, welches derzeit von der BaFin wiederum ein wenig überbetont wird: Zeit ist neben der Kenntnis über die Insiderinformation das wichtigste Einfallstor für Marktmissbrauch. Eine Insiderinformation, die noch nicht publiziert ist, stellt potentielle Anreize für strafrechtlich relevantes Handeln dar und kann das Vertrauen in die Mechanismen des Kapitalmarktes gefährden. Der seit Mitte der 90er Jahre von der BAWe geprägte Gedanke, die Ad-hoc-Publizität auf alle Inhalte des Jahresabschluss usw. mit Insiderinformationen zu erweitern, geht in der jetzt von der BaFin dargestellten Form zu weit – weil die Tatbestands-erweiterung des § 15 WpHG diese weite Auslegung nicht mehr rechtfertigt. Damit wird das vom Gesetz (HGB, AktG, WpHG) gewollte Gefüge zwischen Regel- und Ad-hoc-Publizität die Basis genommen. Soweit Corporate Insider sich hier einen Informationsvorsprung zu Nutze machen wollen, ist dies hinreichend durch die strafrechtlich sanktionierten Insiderhandelsverbote abgedeckt.

Natürlich gab es aufgrund von Nachrichten, die als Insiderinformationen bewertet werden müssen, aus der Regelpublizität nachweislich Kursreaktionen. Warum wurden keine Ermittlungen wegen Verletzung³³ der Vorschriften über Ad-hoc-Publizität eingelei-

33) § 39 Abs.2 Nr.2 c) WpHG.

tet? Die einfache Antwort, weil kein Schaden entstanden ist. Es gibt keine sachliche Notwendigkeit für eine frühzeitige Veröffentlichung von Insiderinformationen, die Bestandteil der Regel- oder „Spezial-Publizität“ sind, wenn der Emittent deren Vertraulichkeit gewährleisten kann. Weil börsennotierte Gesellschaften die Arbeitsschritte zur Regel-Berichterstattung professionalisiert haben und die reguläre Pressearbeit für einen steten Informationsfluss für die Anleger sorgt, gibt es nur in wenigen Einzelfällen einen sachlichen Bedarf, Ad-hoc-Publizität in die Sphäre der Regelpublizität greifen zu lassen. Verfügt das Unternehmen also über eine aktive IR-Arbeit mit inhaltsschweren Beiträgen für die Aktionäre in gut für sie zugänglichen Medien und stellt die Geheimhaltung der Insiderinformationen sicher, darf darüber nachgedacht werden, die bisherige Praxis beizubehalten. Bei großem Entscheidungsdruck, sollte natürlich bei der BaFin kritisch nachgefragt werden oder die Selbstbefreiung eingehend erörtert werden. In Diskussionen des Ad-hoc-Gremiums zum Verhältnis Regel- und Ad-hoc-Publizität sollte Investor Relations aus ihrer Sicht (vgl. 1.4) intern Impulse für eine aktive Informationspolitik setzen.

b) Wertrelevanz: Eine Insiderinformation muss eine Bedeutung für den Wert des Emittenten aufweisen und damit für den Wert der Aktie – oder eine Wertdifferenz für das Finanzinstrument am Markt bewirken. Dabei kann die nicht öffentliche und konkrete Information ihre Bedeutung für die Kapitalmarktteilnehmer aus ihrem Wert direkt für das Unternehmen oder aus der Interdependenz mit dem Marktumfeld beziehen. Deshalb werden im Folgenden zwei Darstellungen gewählt, von denen eine von beiden auf den Sachverhalt zutreffen sollte, um die Eignung für die Preiserheblichkeit zu belegen. Die „Wertrelevanz“ wird dabei nicht der Eignung zur Börsenpreisbeeinflussung gleichgesetzt, sondern beschreibt objektive Anknüpfungspunkte, an denen sich erst die Preiserheblichkeit als Ergebnis einer darauf beruhenden Prognoseeinschätzung festmachen lässt. Sie ist gleichsam als Sachverhaltsanalyse die Vorstufe zur eigentlichen Prognose.

aa) Unternehmensimmanente Wertrelevanz: Die Information muss im Kern einen Werttreiber oder -vernichter für die Wertschöpfung/Ertragslage, die Wachstumserwartung/-strategie oder den „Substanzwert“ des Unternehmens in sich tragen, der über den Rahmen des Tagesgeschäftes hinausgeht. So gibt es regelmäßig Störungen in Produktionsabläufen, es scheitern Vertragsverhandlungen, Übernahmen oder Kapitalmaßnahmen werden erwogen und dann doch wieder verworfen, Vorstandmitglieder be- und abberufen ohne dass dies zugleich in allen Fällen den Wert des Unternehmens oder gar den Börsenkurs erheblich verändert. Bei diesem Punkt gibt es aus Sicht der Anleger und der BaFin im direkten Vergleich zur Perspektive der Unternehmen einen fundamentalen Unterschied: Für die einen stellt der Sachverhalt einen Prüfungsschritt in Ermittlungs- oder Zivilverfahren dar, der deshalb besonders „wichtig“ für die Prognose des Börsenkurses erscheint. Für die anderen ist es schlicht die Bewältigung des Tagesgeschäftes, an dem so gar nichts Besonders ist.

bb) Börsenwertrelevanz aufgrund Marktgeschehen: Ein für das Geschäft des Unternehmens im Grunde unbedeutender Umstand kann dann den Börsenwert erheblich beeinflussen, wenn das Marktgeschehen eine potentielle, manchmal irrationale, Erwartungshaltung an den Emittenten bzw. an seine Branche knüpft. So wurde in den Hochzeiten des Neuen Marktes durch einfache Pressemitteilungen beispielsweise die Ankündigung eines Joint Venture zwischen einem IT-Dienstleister und einem etablierten Telekommunikationsunternehmen zum Anlass genommen, den Kurs innerhalb eines Tages um 30 Prozent zu steigern. Die Unternehmung war nicht einmal vertraglich fixiert, was aus der Mitteilung hervorging, dennoch reagierten die Anleger sofort. So kann sich der Emittent nicht auf die Position zurückziehen, es sei ihm unzumutbar, das Verhalten der Anleger bei der Einschätzung ob ein wertrelevanter Umstand vorliegt, vollständig auszublenden. So haben insbesondere NEMAX-Unternehmen ganz bewusst diese Sensibilitäten der Anleger und die Volatilität des Wertpapiers in der Vergangenheit eingesetzt, um in der Sache Nichtigkeiten für kursrelevante Reaktionen einzusetzen.

Wenn nach neuer Rechtslage der Emittent sogar Umstände, die nicht seinem Tätigkeitsbereich entstammen Ad hoc mitteilen soll, so hat er erst recht das aktuelle Marktgeschehen in seine Bewertung mit ein zu beziehen. Aus diesem Grund kommt einem an sich noch unbedeutenden Umstand dann eine Wertrelevanz zu, wenn seine Veröffentlichung die Erwartungshaltung der Anleger erheblich übersteigt und durch deren Reaktion die Börsenkapitalisierung verändert. Bewegen sich die Indizes beispielsweise bei geringem Transaktionsvolumen seitwärts, weil die Anleger bei flauer Konjunktur auf die maßgeblichen Statistiken zu Konsum, Arbeitslosigkeit, Exportrate, Zinsquote etc. warten, ist fast ausschließlich auf die Darstellung der Unternehmens immanenten Wertrelevanz unter aa) zurückzugreifen. Bietet der Markt jedoch ein ganz anderes Bild mit charttechnisch brisanten Kursverläufen, hoher Volatilität, stark nachfragenden institutionellen Investoren, dann wird der Emittent wegen die (Des-)Investitionsfreudigkeit der Anleger mit höherer Ad-hoc-Frequenz informatorisch unterstützen.

c) Substantiierte Prognose: Die im Gesetz benannten Bedingungen zur Eignung einer Börsenpreisbeeinflussung setzen zwar eine Prognoseentscheidung voraus. Ein faktischer Ursachenzusammenhang zwischen Veröffentlichung und Kursreaktion ist hingegen nicht erforderlich. Aus Feststellungen einzelner Unternehmen, die für ihren Aktienkurs die Wirkung von Ad-hoc-Mitteilungen, Bilanzpressekonferenzen, BilKo-Vorabmitteilungen etc. ausgewertet haben, lässt sich zwar für sie selbst besser kalkulieren, ob eine Kursrelevanz gegeben sein könnte. Eine Verallgemeinerung dieser Befunde ist wegen der fehlenden breiten Datenbasis jedoch nicht möglich. Das Allgemeingut, die Änderung von Finanzkennzahlen wirke sich ab einer bestimmten Größe regelmäßig auf den Börsenpreis aus³⁴, hilft bei der Beantwortung der Frage, ob gerade dieser besondere Umstand Preisbeeinflussungswirkung aufweist, in der Regel nicht weiter, wenn er sich nicht direkt auf die Ertrags- oder Finanzlage auswirkt. Letzteres ist nunmehr aber nicht mehr Voraussetzung für die Ad-hoc-Pflicht.

34) Kleinmann, S.98 mit Zitierung von Studien zur Kursbeeinflussung durch DVFA/SG-Ergebnisse

Liegt sowohl ein Überraschungsmoment als auch die Wertrelevanz der Information vor, kann man erörtern, wie sich aktuell ein verständiger Anleger mit diesem Wissen wohl verhalten würde. Zum einen würde er die **Quelle** (Ad-hoc-Mitteilung) dieser Information bewerten. Dabei handelt es sich ja nicht um ein Internetforum kritischer Aktionäre oder ein Boulevard-Blatt, sondern die Information stammt direkt vom Emittenten. Bei unternehmensimmanenten Umständen wird damit kein Zweifel an der Glaubwürdigkeit bestehen, eventuell aber an einer weiteren – gesetzlich noch zulässigen – Beschreibung oder Kommentierung des Sachverhaltes durch das Unternehmen. Hat der Emittent bislang noch nie über personalpolitische Entscheidungen durch Ad-hoc-Mitteilung berichtet, wird diese neue Quelle dem Ereignis eine besondere Gewichtung geben. Was seinerseits erst zu einer Kursrelevanz führen kann, die bei einer einfachen Pressemitteilung ausbliebe. Die Anleger geben der Quelle Ad hoc eine höhere Wertigkeit. An dieser Stelle soll allerdings nicht verschwiegen werden, dass nur wenige Privatanleger die Seriosität ihrer Quellen kennen, geschweige denn überprüfen.

Sodann wird der verständige Musteranleger hinterfragen, welche **Substanz** er diesem Umstand für seine Anlageentscheidung beimisst. Er setzt sich deshalb inhaltlich mit der Information auseinander, unabhängig davon, ob er eher Dividenden oder Kurs orientiert handelt. Die Substanz fehlt ihm, wenn eine Übernahme angekündigt würde, die von den Ergebnissen einer Due Diligence noch abhängig ist, welche nach jetzigem Stand nur zu 50 % ein befriedigendes Ergebnis zeigen wird. Hier ist eine Argumentation unzulässig, die die Wahrscheinlichkeit von 50 % mit dem Hinweis ausreichen lässt, allein die Ankündigung könnte eine Kursreaktion auslösen. Dies mag in einem soliden Marktumfeld nur bei „spekulativen“, nicht aber bei „verständigen“ Anlegern der Fall sein. Anderenfalls müsste der Emittent jedes Mal über Kurs treibende Spekulationen im Markt eine Prognose begründen – ein schwieriges im wahrsten Sinne des Wortes spekulatives Unterfangen.

Durch den Hinweis im Gesetz auf den verständigen Anleger, der nur aufgrund einer gewissen Qualität der Information handelt, wird der Emittent vor einer Übersensibilisierung für die Marktsicht bewahrt, die manchen risikofreudigen Anleger in seinen Aktiengeschäften antreibt. Dieser Anleger ist eben nicht repräsentativ und bedarf in seinen Spekulationen auch keines besonderen Anlegerschutzes. Andererseits wird dem Ad-hoc-Ausschuss der Weg versperrt, ausschließlich aus seiner Perspektive eine zu restriktive Bewertung hinsichtlich der Wirkung vorzunehmen. Denn der vernünftige Anleger möchte über wesentliche Umstände zeitnah informiert sein. In dieser Abwägung der substantiellen Bedeutung der Information für die Anleger, können die Mitarbeiter von Investor Relations wertvolle Argumentationsgründe liefern, wenn sie eingeweiht sind. Der Ad-hoc-Ausschuss sollte in jedem Fall zumindest ein ständiges Mitglied in seinen Reihen wissen, welches sich berufsbezogen mit dem Marktumfeld auseinandersetzt. Diese Person kann dann in den Diskussionen bewusst die Marktsicht thematisieren.

3.3.3 Zukünftig eintretende Umstände und Prognosen

Der § 13 Abs.1 S.3 WpHG lässt auch solche Umstände mit Preisbeeinflussungspotential zu einer Ad-hoc-pflichtigen Insiderinformation werden, bei denen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft eintreten werden. Neben den unter 3.3.1, 3.3.2 beschriebenen Kriterien ist eine weitere Einschätzung, d.h. eine Prognose, gefordert. Nämlich die Bestimmung der Wahrscheinlichkeit des Eintritts der Insiderumstände. Diese müssen zwar nicht mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit vorliegen, eine 51 prozentige Wahrscheinlichkeit wird jedoch noch nicht ausreichen.

Bewertung von Prognosen und Umständen in der Zukunft

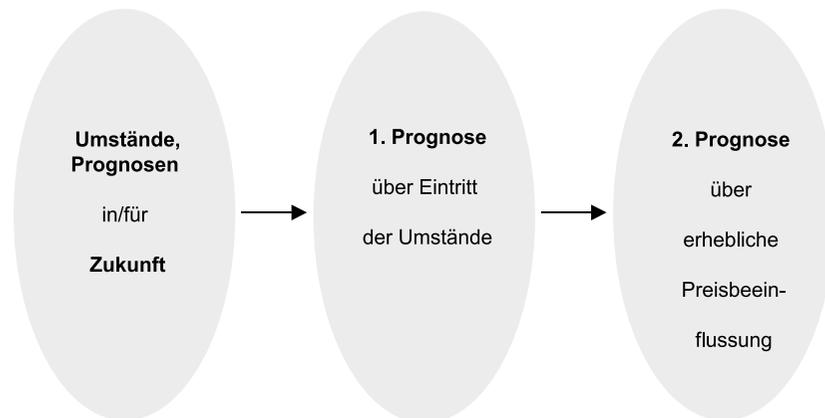


Abbildung 20

Da bei Überlegungen zur Wahrscheinlichkeit immer 2 Faktoren, künftiger Zeitablauf und schon eingetretener Konkretisierungsgrad des Ereignisses maßgeblich sind, reduziert sich diese Prognose in der Praxis auf die Frage, für welchen Zeitpunkt nehmen die Beteiligten an, dass die Umstände in ihrer Konkretisierung die Qualität einer Insiderinformation annehmen werden. Man kann auch versuchen das an objektiven Geschehnissen festzumachen: Erfolgte Bewilligung von Investitionsbudgets, Beschlusslage in Vorstand und Aufsichtsrat, Aufnahme benötigter Ressourcen in die Personalplanung.

Die eigentliche Schwierigkeit im Umgang mit Insiderinformationen, deren Umstände sich erst in Zukunft realisieren werden, liegt in der Bemessung der Wahrscheinlichkeit des Eintritts der Umstände, sowie in der Prognose, welche Kursbeeinflussungswirkung dann davon ausgehen wird. Erst einmal unbeachtlich bleibt dabei, ob in dieser Variante

die schutzwürdigen Interessen des Unternehmens besonderes beachtet werden, um wegen Preisgebung von Geschäftsgeheimnissen oder -strategien einen Nachteil gegenüber den Wettbewerbern zu vermeiden. Dies spielt erst eine Rolle für die Prüfung einer möglichen Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Pflicht.

Umso misslicher kann die Entscheidungssituation für den Emittenten nach neuer Rechtslage werden, wenn er durch die Ersetzung des alten Tatbestandsmerkmals „neue Tatsache... die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten ist“ durch weit gefasste „Umstände... in Zukunft“ gezwungen wird, schon Geschäftsprognosen oder gar Planungsdaten zu veröffentlichen. Denn diese „Umstände“ stellen an sich noch keinen realen Lebenssachverhalt dar, sondern sollen unternehmerische Entscheidungen erst vorbereiten. Die Abgrenzung der BaFin bleibt hier recht vage. Sie knüpft am „Preisbeeinflussungspotential“ an³⁵, was die „grundsätzliche“ Veröffentlichungspflicht nach sich zieht. Damit kapriziert man sich nicht mehr auf ein reales Geschehen, sondern auf eine Prognose über die vermeintlich bewirkte Preisbeeinflussung.

Damit wird gleich in zweierlei Hinsicht der Emittent gezwungen, über das Informationsbegehren eines vernünftigen Anlegers zu spekulieren. Diese Intention verkennt die realen Entscheidungsprozesse in Unternehmen mit mehreren zehn- oder hunderttausend Mitarbeitern. Eine Steuerung von Konzernen ist mit Kurz-, Mittel- und Langfristplanungen (-Prognosen) überhaupt erst möglich, die sowohl der darin operationalisierten Strategie als auch kurzfristigen Reaktionen auf Absatzmärkte, Produktzyklen, Finanzbedarf etc. entsprechen müssen. Hierfür werden monatlich im Controlling, Stabsstellen, Beteiligungsgesellschaften hunderte von Reportingseiten produziert und in Benchmarks konzentriert. Die Inhalte eines Berichtswesens für Vorstände und Aufsichtsräte lesen sich deshalb an vielen Stellen wie ein Buch aus Prognosen und potentiellen Insiderinformationen. Selbstredend werden viele Insiderinformationen hier erstmalig indiziert. Nur kann es die Aufgabe der Ad-hoc-Publizität sein, mit der Vorabveröffentlichung dieser sicher auch kursbeeinflussenden Informationen die wesentlichen Bausteine der Management-Entscheidungen der Öffentlichkeit zugänglich zu machen? Nein, dies kann vom Gesetz nur als Ausnahme und nicht als Grundsatz vorgesehen werden. Mit der Kombination vom sehr weiten Merkmal „Umstände“ mit dem „in Zukunft“ des § 13 Abs.1 WpHG hat der Gesetzgeber zwar alle denkbaren Sachverhalte erfasst und sicher einer Sanktionierung zugeführt. Er hat aber, wenn eine entsprechend restriktive Interpretation durch die zuständige Aufsichtsbehörde fehlt, die Unternehmen in die unhaltbare Lage versetzt, ihr gesamtes Planungswesen der Öffentlichkeit zu offenbaren. Wie Anleger überhaupt auf Absichten eines Emittenten reagieren, die erst zukünftig eintreten werden, ist empirisch noch nicht untersucht worden. So spricht der Gesetzeswortlaut in § 15 Abs.1 S.1 WpHG davon, dass die Insiderinformationen den Emittenten betreffen sollen (Gegenwart). Der darauf folgende Satz spricht ebenfalls von bereits eingetretenen Umständen. Aus dem Gesagten lassen sich Rückschlüsse darauf ziehen, wie die Veröffentlichung von Prognosen, künftig eintretenden Umständen etc. zu handhaben ist: Sehr restriktiv!

35) BaFin-Leitfaden, S. 46.

3.3.4 Mehrstufige Entscheidungsprozesse

Die im BaFin-Leitfaden³⁶ vorgesehene Handhabung so genannter „mehrstufiger Entscheidungsprozesse“ hat viel Kritik hervorgebracht. Dieser Begriff entstammte nicht dem Gesetz, sondern wurde von der BAWe in den 90er Jahren geprägt. Es handele sich hier um eine „äußerst sensible Fallgruppe, die eine genaue Prüfung des Einzelfalls erforderlich macht.“³⁷ Sie wurde in den offiziellen Veröffentlichungen nur anhand der Organentscheidungen konkretisiert. Danach war eine Veröffentlichung grundsätzlich erst erforderlich, wenn eine Zustimmung des „Letztentscheidungsträgers“, wie es bei zustimmungspflichtigen Geschäften der Aufsichtsrat sein kann, erfolgte. Für die Veröffentlichung des Jahresabschlusses oder von Zwischenberichten sollte bei darin enthaltenen Insiderinformationen allerdings im Grundsatz deren Veröffentlichung erfolgen, schon sobald der Vorstand als geschäftsführendes Organ diese erstellt hat. Hierbei wird auf eine „wirtschaftliche Betrachtungsweise“ und keine formal aktienrechtliche Sicht, wonach die Feststellung Aufsichtsrat oder Hauptversammlung beschließen, abgestellt.

Mit Verweis auf die neu eingeführte Selbstbefreiungsregelung in § 15 Abs.3 WpHG wird nach der Rechtsauffassung der BaFin gemäß § 6 Nr.2 WpAIV davon ausgegangen, dass nunmehr bei Organentscheidungen im Regelfall nicht mehr die „Letztentscheidung“ abgewartet werden muss. Die hinreichende Wahrscheinlichkeit, das Organ werde schon zustimmen, reicht aus. Damit wird impliziert, dass beispielsweise der Aufsichtsrat nur formal die Entscheidung des Vorstandes genehmigt. Diese Auffassung widerspricht der Wahrnehmung der Vorgängerbehörde BAWe, die noch von sensiblen Einzelfallentscheidungen ausgegangen war, die einer wirtschaftlichen Gesamtbewertung zu unterziehen seien. Um die Stellung des Aufsichtsrates im aktienrechtlichen Korporationsgefüge nicht zu unterminieren, hat die BaFin immerhin zugestanden, als berechtigtes Interesse die gesellschaftsrechtliche Funktion des Aufsichtsrates anzuerkennen. Die Praxis wird zeigen, ob die von der BaFin geäußerte Rechtsauffassung Bestand haben wird. Denn Verpflichtungsadressat der Ad-hoc-Pflicht ist der Emittent, der Vorstand setzt diese Rechtspflicht als Vertretungsberechtigtes Organ nur um. Die Aktiengesellschaft als solche besteht aber eben aus Vorstand und Aufsichtsrat, weshalb mindestens für zustimmungspflichtige Geschäfte erst das Placet des Aufsichtsrates abgewartet werden muss, um eine Ad-hoc-Pflicht zu begründen – was die BaFin bislang nicht weiter konkretisiert hat.

Unabhängig von dieser von Gewerkschaftsfunktionären und Aufsichtsräten vorgebrachten Generalkritik, besteht ein rechtsdogmatisches Problem. Mehrstufige Entscheidungsprozesse bilden bei genauer Betrachtung keine Insidertatbestände sui generis. Es sind vielmehr Sachverhalte, die erst künftig realisiert werden. Bevor diese Entscheidungen formal rechts- bzw. satzungskonform werden und mit dieser „Bestandswirkung“ eine Preisbeeinflussungswirkung auslösen könnten, bedarf es eben der Zustimmung des Aufsichtsrates,

36) BaFin-Leitfaden 2005, S.46.

37) BAWe-Leitfaden 1998, S.32.

Genehmigungen von Kartell- oder Regulierungsbehörden etc. Es ist also wie bei künftig eintretenden Ereignissen (vgl. 3.3.3) eine Prognose anzustellen, ob die Zustimmung und der insiderrrelevante Umstand eintreten werden und welche Wirkung das auf die Anleger erzielen wird. Erst dann liegt überhaupt eine Insiderinformation vor, die zwingendes Tatbestandsmerkmal der Veröffentlichungspflicht ist. In den meisten heftig diskutierten Fällen mehrstufiger Entscheidungsprozesse scheidet eine Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität bereits daran, weil kein Vorstandsmitglied in der Lage ist, die materielle Entscheidung des Aufsichtsrates, der Behörde usw. mit all ihren möglichen Varianten mit hinreichender Wahrscheinlichkeit vorherzusagen. Wie die BaFin hierzu richtig ausführt³⁸, ist für jede einzelne Phase des Entscheidungsprozesses festzustellen, ob sich die Umstände soweit konkretisiert haben, dass eine Kursbeeinflussung möglich erscheint.

So sind gewiss viele Punkte eines Vorstandsbeschlusses zuvor mit Aufsichtsratsmitgliedern besprochen worden. Die nach der satzungsgemäße Mehrheit im Aufsichtsrat lässt sich für den Einzelfall trotzdem nicht immer sicher prognostizieren. Hat die erforderliche Mehrheit der Aufsichtsratsmitglieder gegenüber dem Vorstand erklärt, sie stimmen (nicht) zu, kann er mit hinreichender Wahrscheinlichkeit das Resultat vorwegnehmen. Er ist allerdings aufgrund seiner aktienrechtlichen Treupflichten und der durch das Aktienrecht hervorgehobenen Stellung des Aufsichtsrates als Überwachungsorgan verpflichtet, diesem nicht seine materiellen Aufgaben der inhaltlichen Geschäftsführungsmaßnahmenkontrolle zu konterkarieren. Diese originäre im tiefen Verständnis deutscher Corporate Governance verankerte Rechtspflicht des Vorstandes wird auch nicht durch kapitalmarktrechtliche Vorschriften oder Rechtsauffassungen der Aufsichtsbehörde ersetzt. Sobald sich das geschäftsführende Organ bei Auslegung von Rechtsvorschriften mit unbestimmten Rechtsbegriffen im Widerstreit für ihn geltender Gesellschafts- und Kapitalmarktvorschriften sieht, hat der Regulierer die sorgfältig abgewogene Entscheidung des Vorstandes zu akzeptieren – es sei denn, er erkennt einen evidenten Rechtsfehler darin. Die BaFin ist nicht in der Position mit ihren Rechtsauffassungen das nach Aktienrecht geltende korporative Gefüge Vorstand – Aufsichtsrat zu verändern.

Der Aufsichtsrat sollte hier zur Stärkung seiner Rechtsposition einen Beschluss mit entsprechender Verpflichtung des Vorstandes für Ad-hoc-Mitteilungen fassen, in dem entsprechende Fallgruppen benannt werden. Dieser kann der BaFin zur Kenntnisnahme übersandt werden. Sollte diese mit der Handhabung nicht zufrieden sein, mag sie darlegen, warum ein vermeintliches Anlegerinteresse zur Publizität das Anlegerinteresse an effektiver Überwachung des Vorstandes durch den Aufsichtsrat in den bezeichneten Fällen überwiegt. Selbstverständlich hat jedes Aufsichtsratsmitglied über zur Kenntnis gelangte Insiderinformationen absolute Verschwiegenheit zu wahren. Der Einwand prominenter Aufsichtsräte, man könne das bei einem 20 köpfigen Gremium nicht immer voraussetzen, ist eine unzulässige Argumentation, die selbst auf einen Rechtsverstoß gegen die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht für Aufsichtsratsmitglieder aufbaut.

38) BaFin-Leitfaden, S.19.

Der Emittent kann zu diesem Thema entweder eine etwas mehr der BaFin zugewandten Rechtsauslegung anhängen oder eine gesellschaftsrechtlich in jedem Fall begründete restriktive eigene Handhabung praktizieren. Wichtig ist, dass hierüber mit Vorstand, Aufsichtsrat, Ausschüssen und auch international tagenden Gremien ein einheitliches Vorgehen vereinbart wird. Sachlich kann dabei die Orientierung an den Interessen der eigenen Aktionäre oder deren Befragung, Klarheit verschaffen. Können sie aus Vorab-Veröffentlichungen tatsächlich einen Vorteil ziehen oder wünschen sie sich nicht eher einen starken Aufsichtsrat. In aller Regel tendieren Aktionäre gerade bei der Ad-hoc-Publizität dazu, nur aussagekräftige uneingeschränkte Mitteilungen zu würdigen.

3.3.5 Gerüchte am Markt

Gerüchte über Insiderinformationen können von Anlegern zwecks Eigeninteresse, von der Presse zur Generierung von Nachrichten oder vom Unternehmen selbst geschürt werden. Entsprechende Nachrichten können einen Tatsachenkern beinhalten, was ihnen eine Rechtsqualität als Insiderinformation verleihen kann oder sie sind als einfaches „Gerücht“ zu qualifizieren ohne Relevanz für Ad-hoc-Publizität oder Insiderhandelsverbot. Sie können im letzten Fall natürlich trotzdem Kursrelevanz besitzen. Das Schüren solcher Gerüchte soll durch Strafvorschriften zur Marktmanipulation³⁹ unterbunden werden, die ebenfalls mit dem AnSVG verschärft worden sind.

Investor Relations kann allerdings nicht einem interessierten Journalisten sofort eine Anzeige wegen „irreführender Angaben“ (unzutreffende Tatsachenbehauptungen) und Marktmanipulation oder wegen einer „sonstigen Täuschungshandlung“ (einfaches Gerücht) androhen, weil er mit seiner Berichterstattung nicht einverstanden ist. Dafür wurde ein Journalistenprivileg⁴⁰ geschaffen, welches sehr weitgehend die Pressefreiheit schützt (vgl. 2.9.3) und erst bei einer persönlichen Bereicherung des Pressevertreters unanwendbar bleibt. Dem „Auflage-Machen“ durch fehlerhafte Berichterstattung kann man sich mit den Rechtsinstrumenten zur Marktmanipulation deshalb nicht wirksam erwehren. Genauso ist die für Verletzung von Persönlichkeitsrechten oder dem Kunst und Urheber Gesetz greifende Rechtsprechung zur Gegendarstellung⁴¹ sehr eingeschränkt nur für gezielte persönliche Angriffe auf einzelne Vorstandsmitglieder geeignet. Eine effektive Disziplinierung der Pressearbeit bei unzureichend recherchierten, fachlich mangelhaften Presseartikeln oder schlicht unwahren Tatsachenbehauptung mit einhergehender Schadenskompensation ist in Deutschland weder vorhanden, noch für die Zukunft zu erwarten. Investor Relations hat hier nach wie vor die schwierige Gradwanderung zwischen Erhalt der Pressebeziehungen und Drängen auf faire Berichterstattung zu bewältigen.

Erfahrungsgemäß würde allerdings in vielen drastischen Fällen ein vehementeres Interervenieren gegenüber den Medien angebracht sein – gerade im Sinne der Anleger. Ten-

39) § 20a WpHG. Zu beachten für die Konkretisierung: MaKonV.

40) § 20a Abs.6 WpHG.

41) Soehring/Seelmann-Eggebert, NJW 2005, S.571; Prinz, NJW 1998, S.877.

denziell handelt es sich in der Praxis weniger um „Ausreißer nach oben“, sondern um die nach „unten“. „Bad news are good news“, sie fördern das Interesse der Leser an der Auflage. Nicht umsonst finden sich in den Verlagen so viele auf Presserecht spezialisierte Juristen, die mit der Abwehr von Privatklagen wegen Falschberichterstattung befasst sind. Ein Gegengewicht bei den Verlagen, welches auf Einhaltung zumindest der Presse-Selbstverpflichtungen drängt, fehlt derzeit völlig. Der Effekt der heutigen und künftigen Publizitätsvorschriften findet sich eben nicht nur bei BaFin, Anlegern und Emittenten, sondern auch in der Medienlandschaft wieder. Sie nutzt diese Kapitalmarkttransparenz.

Die Interdependenzen zwischen Medien-Berichterstattung und Anlageverhalten sind qualitativ bislang nicht untersucht worden – bis auf die betroffenen Unternehmen hat kein Anleger oder Verlag ein Interesse daran. Empirisch nachgewiesen ist nur der Effekt, dass insbesondere Privatanleger bis zu 74 % auf Medien wie Zeitungen, Wirtschaftssendungen als Informationsquelle zurückgreifen, mit Abstand gefolgt vom Geschäftsbericht mit 45 % oder der Aktionärszeitung des Unternehmens mit 30 %.⁴² Weil erfahrungsgemäß Privatanleger (aber auch Fondsmanager) ungeprüft glauben, was sie im Fernsehen sehen oder in der Zeitung lesen, ergibt sich für die Presse eine ganz besondere Verantwortung für Aufbereitung und Verbreitung von Wirtschaftsinformationen. Dieser hat sie durch in Wirtschaftsfragen qualifizierte Journalisten, (zeit-)intensive Recherchen und angemessene sachbezogene Kommentierungen nachzukommen. Der Hinweis, ohne die Presse seien manche Wirtschaftsdelikte und -skandale nicht aufgedeckt worden, ersetzt nicht sorgfältige journalistische Arbeit.

In Deutschland besteht im Gegensatz zu anderen Ländern keine Handlungspflicht für den Emittenten, auf Gerüchte mit klarstellenden Mitteilungen zu reagieren, es sei denn, sie stammen von ihm.⁴³ Was angesichts der weiten Erstreckung der Ad-hoc-Publizitätspflicht ein wenig verwundert. Denn Marktspekulationen können in ihrer Wirkung für den Kurs im Vergleich zu Insiderinformationen mindestens gleichwertige Effekte erzielen. Deshalb sollte der Emittent nicht per se ausschließen, mitunter doch offensiv den Falschmeldungen entgegen zu treten, wenn sich daraus Kursrelevanz ableiten lässt. So sollen bei der Bewertung, ob es sich um Insiderinformationen handelt, gerade das Marktumfeld und die Erwartungshaltung der Anleger Beachtung finden. Durch die Wirkung eines „Gerüchtes“ mit oder ohne Tatsachenkern wird in Einzelfällen der Kurs beeinflusst oder das Unternehmen gezwungen, nunmehr über in der Öffentlichkeit vorweg diskutierte Managemententscheidungen zu befinden, obwohl der Zeitpunkt aus unternehmenspolitischer Sicht dafür ungünstig ist. Ob eine Reaktion durch eine einfache Pressemitteilung, -konferenz oder Ad-hoc-Mitteilung erfolgt, hängt von der Qualität der jeweiligen Information ab.

Das eigentliche juristische Problem beim Thema der Gerüchte ist die Abgrenzung zur Insiderinformation mit eigener Rechtsqualität. Bloßen Mutmaßungen, Spekulationen,

42) DAI Studie 2005, S.21.

43) § 15 Abs.2 S.2 WpHG.

Planspiele oder Vorhersagen fehlt es an der „Substanz“ oder an einem Tatsachenkern, an dem der Anleger eine Börsenpreisrelevanz festmachen könnte. Deshalb ist hier schon nach den allgemeinen Kriterien konkretisierte Umstände und erhebliche Preiserheblichkeit keine Insiderinformation feststellbar. Haben sich Tatsachen jedoch soweit in dem „Gerücht“ verdichtet, dass ein verständiger Anleger danach eine Anlageentscheidung ausrichten würde, wenn er wüsste, dass diese Information wahr ist, sollten Reaktionen der Pressestelle erwogen werden.

Das bedeutet beispielsweise für die Konfrontation mit provozierenden Journalistenanfragen, dass man diese beliebig mit „kein Kommentar“ oder „wir sind hier noch in der Diskussion“ beantworten darf oder sie kommentieren kann, wenn es sich um keine tatsächliche Insiderinformation handelt. Verfügt der Pressevertreter allerdings – zufällig – über eine Insiderinformation, darf ihm natürlich keine Bestätigung oder Kommentierung erteilt werden, weil man damit gegen die für Insiderinformationen geltende Geheimhaltungspflicht⁴⁴ oder gegen das Weitergabeverbot⁴⁵ verstößt. Aus diesem Grund ist eine enge Verständigung zwischen dem für das Insiderverzeichnis zuständigen Compliance Officer und Investor Relations notwendig. Der gleiche Fall trifft auch auf klarstellende Informationen durch Vorstände in Investorenterminen zu, wenn hier eine Vermutung, Spekulation oder „Gerücht“ durch die Weitergabe der Insiderinformation bestätigt respektive widerlegt wird. Die mit dem Kapitalmarkt kommunizierenden Vertreter des Emittenten müssen eben jederzeit in Kenntnis darüber sein, welche Darstellungen Insiderrelevanz besitzen.

3.3.6 Unternehmens externe Umstände

Die früher bestehende Einschränkung, nur im Tätigkeitsbereich des Emittenten auftretende Insiderinformationen publizieren zu müssen, ist nach dem AnSVG entfallen. Die BaFin nennt nur wenige positive Anwendungsbeispiele, die bei genauerer Betrachtung im Einzelfall aber schon aus anderen Informationsquellen einem „verständigen Anleger“ bekannt sein müssen und deshalb schon öffentlich sind oder denen es wegen ihrer ganz allgemeinen Wirkung auf den Kapitalmarkt an hinreichender Konkretisierung fehlt.

Daneben findet keine Einschränkung dergestalt statt, dass die für den Emittenten gewonnenen Informationsvorsprünge auch Wettbewerbsvorteile bedeuten, für die zugleich immer die Selbstbefreiung greifen würde oder auch Informationen nur im Vertrauen darauf weitergegeben werden, dass sie das Unternehmen stillschweigend behandelt und gerade nicht umgehend selbst veröffentlicht.

Es darf nicht verkannt werden, dass Ministerien, Regulierungsbehörden, Gerichte, Banken selbst Geheimhaltungspflichten treffen, deren Beachtung erst in vielen Fällen Insiderinformationen ermöglichen. Sie sind selbst für die Verbreitung der Informationen

44) § 15 Abs. 3 WpHG.

45) § 14 Abs. Nr. 2 WpHG.

„Wann und Wer“ verantwortlich. So kann in strikt vertraulichen Gesprächen eine Regulierungsbehörde selbstredend Rechtsmeinung und Tendenz ihrer Entscheidung dem Emittenten mitteilen, um ihm Gelegenheit zu geben, darauf zu reagieren. Damit es zu keinem Präjudiz kommt und Behörden etc. unbefangenen strittige Punkte mit Betroffenen diskutieren können, verständigen sich alle Verfahrensbeteiligten auf die obligatorische Geheimhaltung bis wirtschaftspolitische Entscheidungen getroffen wurden. Selbst wenn die Tendenz zuvor schon klar erkennbar ist. Hat sodann die zuständige Behörde beispielsweise über staatliche Investitionszulagen, Preisvorgaben für Strom oder Telekommunikation, Umweltauflagen, Kartellaufgaben etc. befunden, wird erst nach Abschluss der Angelegenheit die Öffentlichkeit informiert. Der unternehmensinterne Gesprächskreis wird hierbei ohnehin aus dem im Insiderverzeichnis geführten Personen gebildet. Nicht selten werden hierzu Vertraulichkeitsbereiche eingerichtet, die für die erforderliche Geheimhaltung – mit oder ohne Selbstbefreiung – sorgen.

Der Leiter des Vertraulichkeitsbereiches sollte die – sich immer dabei wiederholenden – Gründe für die Selbstbefreiung fixieren und dem Ad-hoc-Gremium zuleiten. Die BaFin sollte bei der Vorabmitteilung mit Befreiungsgründen beim mehrfachen Auftreten ähnlicher Konstellationen angefragt werden, ob aus ihrer Perspektive dieses Verfahren Sinn macht oder nicht eher darin eine Überstrapazierung des Anwendungsbereiches von Ad-hoc-Mitteilungen in denen für das Unternehmen spezifischen Sachverhalten zu sehen ist.

In anderen Ländern, welche noch nie die Einschränkung „aus dem Tätigkeitsbereich“ im Gesetz kannten, sind keine Verfahren bekannt geworden, die von Finanzaufsichtsbehörden eingeleitet worden sind und auf „externen Insiderinformationen“ beruhen. Man sollte die BaFin-Praxis darüber entscheiden lassen, ob sie es in Deutschland zum Thema macht und mit Nachdruck entsprechende Verhaltensweisen der Emittenten verfolgt. Angesichts der wirklich reichlich ausgestalteten übrigen Aufgabenfelder der BaFin ist dies nicht zu erwarten.

3.4 Selbstbefreiung, Aufschub der Veröffentlichung

Der sachliche Anwendungsbereich der Ad-hoc-Publizitätspflicht wurde mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz erweitert. Gleichzeitig hat man den Emittenten die Möglichkeit eröffnet, ohne einen vorher zu stellenden Befreiungsantrag von der Veröffentlichung abzusehen, wenn die Voraussetzungen der Selbstbefreiung dafür vorhanden sind. Diesen erweiterten Handlungsspielraum gilt es auszufüllen. Die formalen Anforderungen an eine legale Selbstbefreiung sind gemäß WpAIV und BaFin-Vorgaben nicht zu unterschätzen. Deshalb bedarf es erfahrungsgemäß einer vorherigen Auseinandersetzung des Ad-hoc-Ausschusses mit diesem Instrument, damit es in einem Anwendungs-

fall routiniert zum Einsatz gelangt. Die gesetzlichen Voraussetzungen sollte das Ad-hoc-Gremium deshalb nicht erstmals bei einem konkreten Anlass erörtern, weil dies wertvolle Zeit kosten wird. Vielmehr schaffen die Beteiligten schon zuvor die personelle Zuständigkeit für die Sicherstellung der Vertraulichkeit der Insiderinformation für die Zeit des Aufschubes, sowie die Dokumentationsanforderungen. Dies obliegt regelmäßig dem Compliance Officer, der ebenfalls dem Ausschuss angehört.

3.4.1 Aktuelle Praxis und Voraussetzungen

Die zeitweise Befreiung von der Ad-hoc-Veröffentlichung ist vom Gesetzgeber nicht als Regelfall, sondern als Ausnahme konzipiert worden. Erste Voraussetzung ist das Vorliegen einer Insiderinformation, die den Emittenten oder das Finanzinstrument unmittelbar betrifft. Sollen die darin enthaltenen Umstände wegen Interessen der Unternehmensleitung an deren Geheimhaltung keiner Veröffentlichung unterfallen, sollte sie die Inanspruchnahme der Selbstbefreiung prüfen (lassen).

Was sich selbstverständlich anhört, wird bei im Tagesgeschäft befangenen nicht juristisch bewanderten Top-Managern teilweise oberflächlich gehandhabt. Man macht sich weniger Gedanken darüber, ob überhaupt eine Ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache vorliegt, weil man ohnehin der Auffassung ist, „dies geht die Öffentlichkeit nun wirklich nichts an, wie sollen wir denn sonst Geschäfte machen!“. Eine formale Überprüfung durch das Ad-hoc-Gremium, ob eine Ad-hoc-pflichtige Insiderinformation vorliegt, unterbleibt. Und weil die erwartete sehr kurze Zeitspanne, in der diese Information Insiderqualität besitzt – weil entweder die realen Voraussetzungen entfallen werden, oder eine erledigende Management-Entscheidung bald getroffen wird – auch eine formelle Selbstbefreiung als zu aufwendig erscheinen lassen, unterbleibt eine sorgfältige gesetzeskonforme Auseinandersetzung mit dem Vorgang. Dieser hier so genannte „informelle Aufschub“ bildet in der Beratungs-Praxis eine große Problemgruppe. Viele ungeklärte Fragen zur Auslegung unbestimmter Tatbestandsmerkmale und fehlender Konkretisierung durch den Regulierer wird faktisch mit der gesetzeswidrigen Figur „informeller Aufschub“ umgangen. Das Unternehmen erspart sich zulasten der Inkaufnahme von Reputations- und Rechtsrisiken die Herstellung der legalen Voraussetzungen für den Aufschub der Veröffentlichung nach § 15 Abs.3 WpHG. Zum einen liegen die Gründe dafür darin, dass dieser Aufwand überzogen wird – seitenlange Gutachten zur Interessenabwägung sind hier genauso wenig Ziel führend wie mehrere Meetings – oder aber die unternehmensinterne Routine für die Selbstbefreiung fehlt.

Eine ganz andere Ursache ist bei gut vorbereiteten Emittenten die hohe Fallzahl von zu beurteilenden Sachverhalten. Geht man nämlich idealtypisch an die Bewertung von etwaigen Insiderrelevanten Umständen nach Gesetzesvorgaben und BaFin-Rechtsauffassung vor, so kann ein nicht hauptberuflich tagender Ad-hoc-Ausschuss die Bewertung

und rechtssichere Dokumentation kaum bewältigen. Ist ein Konzern auf 3 Kontinenten mit seinen Kerngeschäftsfeldern aktiv, hat hohe Produktzyklen, prüft zwecks Umsatzwachstum ständig Akquisitionen und außerdem ist das Marktgeschehen durch einen fallenden Aktienkurs bei gleichzeitig anziehenden Umsätzen gekennzeichnet, laufen viele Anfragen im Ad-hoc-Gremium auf. In dieser Situation fallen mehr Sachverhalte in den Bewertungsfokus für Insiderinformationen und Ad-hoc-Pflicht als üblich. Von der Spitze dieses „Eisberges“ erhält die BaFin durch Anrufe bei ihren Referenten zu ganz speziellen Sachverhalten Kenntnis, die telefonisch dann mit der Tendenz „ja, kann Ad-hoc-pflichtig sein“ oder „nein, keine Publizitätspflicht vorhanden, formelle Selbstbefreiung deshalb auch nicht erforderlich“ beantwortet werden. Diese Praxis ist für das Unternehmen solange richtig, wie tatsächlich alle Ad-hoc-relevanten Vorgänge erfasst werden. Ansonsten besteht die Gefahr, dass der Emittent bei mangelnder Selbstdisziplin gewissermaßen vor den Gesetzeserfordernissen „kapituliert“ und in seiner – unzutreffenden – Auffassung „es wird schon gut gehen, ein Aufschub wäre ja ohnehin gerechtfertigt“ eine formale Selbstbefreiung unterlässt. Rechtssicherer ist es, bei Anspannung aller Ressourcen eine Prüfung auf Ad-hoc-Pflicht und möglicher Selbstbefreiung durchzuführen und über einen Zeitraum von einem halben Jahr systematisch diese Erfahrungen auszuwerten: Wie viele Selbstbefreiungen erfolgten auf wie viele Ad-hoc-Mitteilungen, Anzahl der erörterten Insiderinformationen, Arbeitsaufwand des Gremiums, Effekte für die Kapitalmarktkommunikation und die Arbeit von Investor Relations. Die von einigen Unternehmensvertretern pauschal geäußerte Kritik, Unternehmenstransaktionen, Due Diligence oder gar der gesamte Beteiligungsmarkt seien in Gefahr, weil die neuen Regelungen zur Ad-hoc-Publizität dies unterminieren, zeigen, dass sich noch nicht alle Emittenten um das Instrument der Selbstbefreiung bemüht haben. An erster Stelle sollte die ernsthafte Evaluierung der eigenen Praxis erfolgen, sowie der Arbeitsaufwand ermittelt werden.

3.4.2 Vorliegen berechtigter Interessen

Grundvoraussetzung für eine legale Selbstbefreiung ist das Vorliegen berechtigter Interessen des Emittenten, die durch eine Veröffentlichung der Insiderinformation verletzt würden. Für die Dauer des Aufschubs der Veröffentlichung ist ständig deren Vorliegen positiv festzustellen. Weil jedes beliebige Unternehmensinteresse in nahezu allen Konstellationen geltend gemacht werden könnte und die Ad-hoc-Publizität damit weitgehend obsolet würde, bedarf es einer Einschränkung die auf eine Abwägung der Interessen des Unternehmens an einer Geheimhaltung mit denen der Anleger an einer Veröffentlichung hinausläuft. In der Praxis ist diese Interessenabwägung gerade vor dem Hintergrund des mittlerweile sehr weit gefassten Anwendungsbereichs der „Insiderinformation“ im Detail nicht ganz unproblematisch. Gerade wegen des umfassenden Tatbestandes und der neuen vom Gesetz dem Emittenten zugestanden Eigenverantwortlichkeit, sollten die Anforderungen nicht zu restriktiv gehandhabt werden.

Zwar gibt hier § 6 WpAIV zur Orientierung einige Fallgruppen vor, diese decken aber nicht alle für den Emittenten relevanten Konstellationen ab. Abstrakt lässt sich aus den beschriebenen Beispielen allerdings ein Rückschluss ziehen: Es soll regelmäßig ein berechtigtes Interesse vorliegen, wenn die Publikation eine direkte Auswirkung auf die in der Insiderinformation enthaltenen Umstände hat und nicht nur geeignet ist, den Börsenpreis zu beeinflussen. Besteht die Möglichkeit, dass der Geschäftspartner Vertragsverhandlungen abbricht, wenn sie publiziert werden, kann ein berechtigtes Interesse bestehen. Allerdings ist nicht immer sicher, dass der Geschäftspartner die Verhandlungen abbrechen wird, dies muss vielmehr erst noch mit hinreichender oder einer gewissen Wahrscheinlichkeit prognostiziert werden. Schwieriger sind schon Fälle zu bewerten, bei denen beispielsweise für eine Zielgesellschaft die vorläufigen Ergebnisse einer Unternehmensbewertung vorliegen, eine Vorentscheidung von der genehmigenden Behörde mitgeteilt wurde oder nur der Aufsichtsrat noch nicht zugestimmt hat. Auch hier gibt es Auswirkungen der Mitteilung auf die Verhandlungsposition, den Umsetzungsdruck geschäftspolitischer Maßnahmen oder der Durchsetzungsmacht des Aufsichtsrates, die es gegenüber dem Anlegerinteresse abzuwägen gilt. Jede Ad-hoc-Mitteilung zeigt eine gewisse Wirkung bei noch nicht vollständig realisierten Insider-Umständen. Der Emittent hat hier seine wirtschaftlichen Interessen mit denen der Anleger zu vergleichen, was anschließend die BaFin prüft, wenn sie die Rechtmäßigkeit der Selbstbefreiung kontrolliert. Eine fehlerhafte Abwägung kann für den Emittenten bis zu € 1 Mio. Bußgeld bedeuten.

Woran orientiert sich die BaFin⁴⁶ beim berechtigten Interesse des Emittenten? Eine Veröffentlichung ihrer Kasuistik würde aufhellend wirken. Die oft genutzte Möglichkeit, die BaFin telefonisch zu kontaktieren, um Orientierungshilfen zu erhalten, hebelt den Mechanismus der „Selbstbefreiung“ durch eine informelle Vorentscheidung der Behörde aus. Zwar kann der Emittent bei vorläufiger Auskunft eines BaFin-Referenten oder seiner negativen Rückmeldung zur in der Vorabmitteilung enthaltenen Begründung Konsequenzen für kommende Abwägungsfragen ziehen, Orientierung bietet das aber nur für die jeweilige Fallgruppe. Aus diesem Grund ist es für das Ad-hoc-Gremium zweckmäßig, systematisch alle bislang erörterten „berechtigten Interessen“ zugunsten des Unternehmens zu sammeln und die durch Diskussion neu gefundenen aufzulisten. Diese hauseigenen Fallgruppen lassen zumindest die generell berechtigten Interessen des Unternehmens deutlich hervortreten. Die Aufsichtsbehörde anerkennt jedoch sehr wohl die Wechselwirkung zwischen erweitertem Ad-hoc-Umfang im Vergleich zur alten Rechtslage und der Notwendigkeit, die bislang restriktiv gehandhabte Befreiung deshalb zu lockern.

Die Interessen der Anleger, mit denen eine Abwägung zu erfolgen hat, lassen sich hingegen weniger dezidiert abstrakt finden. Ein Gespräch mit Investor Relations oder ein Workshop, um über Anlegerinteressen für gewisse Fallgruppen zu sprechen, helfen dem Ad-hoc-Ausschuss hier weiter. Beim Anleger sollte dabei nicht von einem spekulativ handelnden Risiko orientierten Typus ausgegangen werden, weil hier neben der

46) BaFin-Leitfaden, S.54, 55.

Kursrelevanz kein Dividendeninteresse berücksichtigt werden kann. Der „verständige Anleger“ wird dem Emittenten zugestehen, ihm eine Insiderinformation zeitweilig vorzuenthalten, wenn sie als Bestandteil von Geschäftsführungsmaßnahmen, Produktionsgestaltung oder Kapitalmaßnahmen noch „dringend“ verwertet werden muss und damit zu kurserheblichen Umständen beiträgt. Kein Verständnis wird der Anleger für das Verzögern der Mitteilung haben, wenn bereits alle kurserheblichen Umstände eingetreten sind und die Vorgänge als „abgeschlossen“ gelten. Aus diesem Grunde weist die BaFin⁴⁷ zu Recht darauf hin, noch notwendige Entscheidungsprozesse möglichst bald abzuschließen.

Aus juristischer Sicht bleibt zu betonen, dass das Gesetz gerade zur angemessenen Abwehr von Schäden durch den sehr weiten Anwendungsbereich (interne, externen, gegenwärtigen, zukünftigen Umstände, Prognosen) der Ad-hoc-Publizität dem Emittenten die Möglichkeit der eigenverantwortlichen Selbstbefreiung bietet. Er soll zuerst autonom darüber entscheiden, was für seine Anleger günstig ist. Die Regulierungsbehörde sollte die Anforderungen an die berechtigten Interessen des Unternehmens deshalb in ihrer Entscheidung nicht übersteigern. Sie ist vorrangig für die Verhinderung von offensichtlich missbräuchlicher oder vorsätzlich irreführender Inanspruchnahme der Selbstbefreiung zuständig.

Die wissenschaftlichen Ausführungen⁴⁸ zum Merkmal der berechtigten Interessen bieten bislang Begriffsjurisprudenz, die den Unternehmen keine materielle Orientierungshilfe für den Arbeitsalltag bieten können. Mit dem neu eingeführten Regelungskonzept, weitgehende Ad-hoc-Publizitätspflicht und zugleich Möglichkeit der Selbstbefreiung, sollten die Unternehmen endlich als „mündige“ Kapitalmarktteilnehmer akzeptiert sein. Anderenfalls unterstellt man ihnen, sie würden vorsätzlich mit der aus ihrer Sicht sorgfältigen Abwägung die Interessen ihrer Aktionäre missachten. Findet zur Gänze keine Organisation der Ad-hoc-Publizität mit ordentlich dokumentierter Selbstbefreiung statt, handelt das Unternehmen wie beim „informellen Aufschub“ beschrieben unsachgemäß bzw. rechtswidrig.

Damit bieten im Einzelfall neben den in § 6 WpAIV und denen von der BaFin benannten Fallgruppen alle insiderrelevanten Umstände, die sich erst in Zukunft realisieren, mehrstufige Entscheidungsprozesse betreffen oder ganz offensichtlich noch nicht für die Kurserheblichkeit abgeschlossene Prozesse darstellen, zugleich potentiell berechnete Interessen des Unternehmens, die eine Selbstbefreiung rechtfertigen. Des Weiteren liegen latent berechnete Interessen vor, wenn der Emittent durch die Veröffentlichung gesetzliche oder vertragliche Geheimhaltungspflichten seiner Geschäftspartner verletzen würde oder befürchten muss, mit Preisgabe dieser Informationen eine für sein Geschäft wichtige Informationsquelle auf Dauer zu verlieren. Hinzu kommen alle Fallkonstellation, die durch einen Zukunftsbezug

47) BaFin-Leitfaden, S.54.

48) Vgl. Kumpel in Assmann/Schneider, § 15 Rdn. 135 f.

Wettbewerbsnachteile, schwerer realisierbare Geschäftschancen oder Kapitalverlust bedeuten. Denn es gilt der Grundsatz: Publizität darf dem Emittenten keine materiellen Nachteile bringen, bis auf die aus einem möglichen Kursverlust.

3.4.3 Schutz der Vertraulichkeit der Insiderinformation

Eine Selbstbefreiung ist zum Schutz der Anleger nach Vorliegen obiger Voraussetzungen nur zulässig, soweit der Emittent die Vertraulichkeit⁴⁹ der Insiderinformation gewährleisten kann. Die Anforderungen sind gemäß § 7 WpAIV beachtlich. Alle nachhaltig im Ad-hoc-Gremium erörterten Sachverhalte, die eine Pflichtmitteilung erforderlich machen könnten, sollten gemäß seiner Geschäftsordnung (vgl. 2.6) mit den darin vorgesehenen Dokumentationsvorgaben erfasst werden. Dies schützt vor einer späteren Inanspruchnahme bei Sachverhalten, die das Ad-hoc-Gremium für in der Konsequenz nicht beachtlich mangels Qualität einer Insiderinformation eingestuft hat. Dazu gehört unter anderem der Eintrag in einer „Eingangsliste“ oder ähnlichem mit Person, Datum und einer Kurzbeschreibung des Sachverhalts für die vermeintliche Insiderinformation. Der Compliance Officer oder der Vorsitzende des Ad-hoc-Ausschusses können anhand des Insiderverzeichnisses dann feststellen, ob derjenige bereits als Insider geführt wird und auf Geheimhaltungspflichten hingewiesen worden ist und ihn erforderlichenfalls umgehend darüber aufklären. Das ist ein erster Schritt zur Sicherstellung der Vertraulichkeit der Insiderinformation gemäß § 15 Abs.3 WpHG.

In der Regel sind jedoch mehrere Personen in Kenntnis der Information und sollten deshalb folgerichtig über ihre Verschwiegenheitspflichten zeitnah unterrichtet werden. Dies kann mittels der für die Aufklärung der im Insiderverzeichnis geführten Insider verwandten Medien erfolgen. Soweit die Umstände für den Compliance Officer völlig neu sind, also nicht bereits vorsorglich durch Einrichtung eines Vertraulichkeitsbereiches für potentielle Insiderinformationen erfasst wurden, sollte entschieden werden, ob die Einrichtung eines Vertraulichkeitsbereiches sinnvoll ist oder im Sinne „geschützter Informationsketten“ der Beteiligten die Geheimhaltung gewährleistet werden kann. Sind externe Berater am Geschehen involviert, die nicht berufsspezifischen Verschwiegenheitspflichten unterliegen, sollten sie soweit noch nicht bei Projektstart erfolgt, ebenso auf ihre Rechtspflichten hingewiesen werden. Der Emittent sollte sein Bemühen um Herstellung der Vertraulichkeit zwar nicht im Sinne von „Geheimniskrämerei, Überwachungsdoctrin“ übertreiben, seine Pflicht zum Schutz der Insiderinformation aber durchaus mit seinen Einflussmöglichkeiten sicherstellen. Die Bemühungen darum sind ebenfalls zu dokumentieren. Anderenfalls kann man sich später nicht hinlänglich auf seine Maßnahmen berufen, sollte die Insiderinformation illegal verwandt werden oder die Aufsichtsbehörde die Sorgfalt rügen.

Emittenten mit ausgeprägten institutionalisiertem Ad-hoc-Gremium, einem aktiv aufklärenden Compliance Officer und Vertraulichkeitsbereichen für potentielle Insider-

49) § 15 Abs.3 S.1 WpHG.

informationen werden in der Umsetzung dieser formalen Anforderung für eine Selbstbefreiung keine hohen Erfordernisse sehen. Dies ist vielmehr selbstverständlich in den Entscheidungsabläufen des Top-Managements eingepflegt. Unternehmen, welche hingegen wegen der noch jungen Rechtslage nicht vollständig ihre Compliance Strukturen entwickelt haben, sehen sich prima facie mit der Gewährleistung der Vertraulichkeit einem größeren Aufwand ausgesetzt. Um das Mittel des eigenverantwortlichen Aufschubs nutzen zu können, bedarf es eben entsprechender Vorbereitungen. Unternehmen die dies nicht präventiv bearbeiten, werden mangels Vorsorge im Ernstfall deshalb das ihnen vom Gesetz zugestandene eigenverantwortliche Ermessen nicht realisieren können.

3.4.4 Mitteilung für die BaFin

In dem Fall des Aufschubs der Ad-hoc-Mitteilung durch Selbstbefreiung räumt die Aufsichtsbehörde dem Emittenten den notwendigen zeitlichen Spielraum ein, um die Voraussetzungen der Insiderinformation, sowie das Vorliegen der berechtigten Interessen zu prüfen. Gerade zwischen Vorstandsmitgliedern, Aufsichtsräten, Ausschüssen und externen Geschäftspartnern kann es wegen fehlender gleichzeitiger physischer Präsenz, Zeitverschiebung oder zeitweiliger Unerreichbarkeit mitunter länger dauern, bis alle oben beschriebenen Voraussetzungen rechtssicher festgestellt worden sind. Wenn als Entscheidungshilfe externe Beratung in Anspruch genommen wird wie zum Beispiel für eine kurzfristige Markt- oder Rechtseinschätzung, ist der darauf zurückzuführende Zeitbedarf gleichfalls gerechtfertigt. Ist der Emittent sodann zur Entscheidung gelangt, es läge eine publizitätspflichtige Insiderinformation vor und die Gründe für eine Selbstbefreiung nach § 15 Abs.3 WpHG legitimieren die zeitweilige Aussetzung der Ad-hoc-Mitteilung für die Öffentlichkeit, sollte das Ad-hoc-Gremium alle erforderlichen Dokumentations Schritte abschließen. Es hat dann regelmäßig zu überprüfen, ob die „berechtigten Interessen“ noch vorliegen. Entfallen sie, hat die Ad-hoc-Mitteilung zu erfolgen bzw. die Vorab-Mitteilung an die BaFin mit den Gründen für die Befreiung.⁵⁰

In der Praxis und nach den eigenen Ausführungen der Aufsichtsbehörde erhält sie nur von denjenigen Selbstbefreiungen Kenntnis, die nach Wegfall der berechtigten Interessen Ad hoc publiziert werden. Die Selbstbefreiungen hingegen, welche sich wegen des Wegfalls der Eigenschaften der Insiderinformation erledigt haben, gelangen damit erst einmal nicht zu ihrer Entscheidung, was den oben kritisierten informellen Aufschub (vgl. 3.4.1) begünstigt. Für den Emittenten macht es für seine Dokumentationspflichten keinen Unterschied, ob später eine Ad-hoc-Mitteilung erfolgt oder nicht. In möglichen Ermittlungsverfahren muss er seine Selbstbefreiung mit schriftlicher ex-ante-Begründung darstellen. Dieser Reglungsmechanismus unterscheidet sich in den Anforderungen damit erheblich vom früheren Prozedere der Befreiung durch vorherigen Antrag.

50) BaFin-Leitfaden, S.53, 54.

Die in der Vorab-Mitteilung enthaltenen üblichen Angaben zur Insiderinformation, Wertpapier usw. werden um die für den selbst gewährten Aufschub notwendigen Gründe erweitert. Zum genauen Inhalt gibt § 8 Abs.5 WpAIV Auskunft. Damit fallen technisch im Vergleich zum alten Verfahren vor Inkraftsetzung des AnSVG zeitlich der frühere Antrag auf Befreiung und die Ad-hoc-Mitteilung zusammen. Die Gründe sollten außer einer nachvollziehbaren Interessenabwägung in dem Fall die näheren Umstände zur Insiderinformation anschaulich wiedergeben. Denn die selbst genehmigte Verzögerung der Mitteilung betrifft nicht zuletzt den besonderen Charakter (zukünftig, mehrstufig, Schadenserheblichkeit) der Insiderinformation. Umfangreiche juristische Darstellungen sind ausdrücklich nicht gefordert. Mehr Wert sollte auf die konkreten Gründe für die Selbstbefreiung und den Zeitpunkt ihres Wegfalls gelegt werden.

Der Emittent hat sich dabei immer vor Augen zu halten, dass die BaFin seine Entscheidung materiell vollständig auf Rechtmäßigkeit überprüft. Nach alter Rechtslage sollte ihr dabei kein Ermessensspielraum zukommen. Um der Intention der neuen Rechtslage gerecht zu werden, im Spannungsverhältnis zwischen weitem Ad-hoc-Tatbestand und eigenverantwortlicher Selbstbefreiung eine angemessene Flexibilität zuzulassen, sollte sowohl dem Emittenten als auch der BaFin ein enger Ermessensspielraum zugestanden werden. Umso wichtiger ist es für den Emittenten, der BaFin die Nachvollziehbarkeit seiner Entscheidung unter Berücksichtigung der Interessen der Anleger zu „erläutern“ und nicht bloß formal zu begründen. Nur Verständnis auf beiden Seiten – Regulierer und Emittent – wird hier den großteils doch sehr komplexen Lebenssachverhalten gerecht.

3.5 Veröffentlichung

Die eigentliche Verbreitung der Ad-hoc-Mitteilung wird technisch von professionellen Dienstleistern in Deutschland betrieben und bedarf keiner weiteren Ausführung, ebenso wenig die Veröffentlichung auf der Corporate-Website. Inhalte, Zeitpunkt, Form der wenigstens 30 Minuten zuvor an BaFin und die Geschäftsführung der Börsen gegangenen Vorab-Mitteilung werden in den §§ 4 folgende WpAIV und vom BaFin-Leitfaden⁵¹ erläutert.

⁵¹⁾ BaFin-Leitfaden, S.65 ff.

4. Insiderhandelsverbote

Neben der Ad-hoc-Publizität tangiert vor allem das unbefugte Zugänglichmachen von Insiderinformationen die IR-Praxis. Denn Investor Relations pflegt regelmäßigen Kontakt mit Unternehmensexternen, dies zum Teil auch sehr vertraulich. Außerdem wünschen sich Pressevertreter in der Regel nichts lieber als „Insiderinformationen“, denn diese lassen sich in den Wirtschaftsblättern besonders gut abdrucken. Sollte einem IR-Vertreter hier „leichtfertig“ eine Insiderinformation entfallen, die er vielleicht bei einer Diskussion zur Ad-hoc-Mitteilung aufgenommen hat, bedeutet dies bereits die Begehung einer Ordnungswidrigkeit. Gleiches trifft auf den Vorstand in einer Analystenkonferenz zu. Die Sanktionen können bei Verstößen gegen Insiderhandelsverbote von einer Geldbuße in Höhe von Euro 200.000 bis zu 5 Jahren Freiheitsentzug reichen. Die praktische Bedeutung der Insiderhandelsverbote wuchs mit der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie, weil der Anwendungsbereich der „Insiderinformation“ vergrößert wurde und die strafbaren Handlungen auf Insider mit oder ohne persönliche Merkmale erweitert wurden. Die neue Rechtslage wirkt sich klar Straf verschärfend aus. Im Jahr 2004 wurden von der BaFin 67 positive Insideranalysen durchgeführt. Die Ermittlungsergebnisse fallen wie in den Vorjahren bislang dennoch recht übersichtlich für Insidervergehen und Marktmanipulation aus.

Ermittlungsergebnisse der BaFin im Jahr 2004
Jahresbericht 2004 (Auswahl Wertpapieraufsicht)

Automatisiert ausgewertete Datensätze mittels Data Mining Software	500.000.000
Durchgeführte Analysen	1.700
Positive Analysen:	
Insideranalysen	67
Marktmanipulation	61
gesamt	128
Verfahrenseröffnungen wegen Insidervergehen	57
Zahl der Verurteilten nach Hauptverhandlung (2003: 2)	5
Einstellungen von Ermittlungsverfahren der Staatsanwaltschaften (davon 29 gegen Zahlung einer Geldauflage)	192
Bußgeldverfahren der BaFin 2004 (5 Verfahren - inkl. Vorjahr - wurden abgeschlossen mit Geldbußen in 4 Fällen in Höhe von Euro 250.000)	3

Abbildung 21

Der direkte gesetzliche Schutz der Insiderinformationen wird durch die Insiderhandelsverbote in § 14 WpHG gewährleistet, die mit umfangreichen Straf- und Ordnungsvorschriften⁵² belegt sind. Im Gegensatz zur Sanktionierung fehlerhafter Ad-hoc-Publizität richten sich diese Verbotsnormen nicht gegen die Aktiengesellschaft als juristische Person, sondern gegen jeden einzelnen Mitarbeiter. Für den Fall, dass einem Organ – Vorstand oder Aufsichtsrat – Gesetzesverstöße nachgewiesen werden, können Ordnungsstrafen auch gegen den Emittenten verhängt werden. Deutschland hat 1994⁵³ als eines der letzten Länder Insiderhandelsverbote gesetzlich eingeführt: Frankreich verfügt seit 1970 über explizite Insiderhandelsverbote – die USA seit 1934. Die Effizienz der Rechtsverfolgung stellt sich für die Finanzmarktaufsichtsbehörden aller Länder als Problem dar. Sie können aufgrund von eingehenden Anzeigen und der statistischen Auswertung der täglichen Transaktionen Auffälligkeiten nachgehen, die einen Insiderverstoß nahe legen: Verkauf kurz vor fallendem Kurs, Kauf vor steigendem Kurs. Wegen der Zufälligkeiten im Wertpapiergeschäft, mannigfaltigen Wirtschaftsinformationen mit Kursbeeinflussungswirkung und Berücksichtigung der Einflüsse von internationalen Kapitalmärkten fällt die Trefferquote auf der Suche nach Insiderdelikten klein aus. Zur Verbesserung der Analysen hat die BaFin 2004 eine marktübliche Data Mining Software ihren Ermittlungsbedürfnissen angepasst und sucht nun mittels dieses Intelligent Miner nach Auffälligkeiten im Vorfeld von Ad-hoc-Mitteilungen. Mit Cluster-Lösungen lässt sich darüber hinaus ungewöhnliches Handelsverhalten nachweisen. Im Jahr 2004 wurden 500 Millionen Datensätze auto-matisiert durchsucht.

Um zum einen Mitarbeiter über ihre Rechtspflichten präventiv zu informieren und zum anderen die Ermittlungsarbeit der BaFin zu beschleunigen, wurde die Einführung von Insiderverzeichnissen mit Aufklärung der darin geführten Insider verbindlich. Zu begrüßen ist daran, den Präventionsgedanken stärker in den Unternehmen zu etablieren, nachteilig wirkt sich der Aktualisierungsaufwand für das Insiderverzeichnis bei den Mitarbeitern und in Vertraulichkeitsbereichen aus.

Der für Unternehmen wesentliche Effekt von Insiderhandelsverboten liegt in der Wahrnehmung von Verantwortung für Mitarbeiter im Umgang mit den „eigenen“ Insiderinformationen. Das bedeutet nicht, dass der Emittent als Staatsanwalt oder verlängerter (Ermittlungs-)Arm der BaFin agieren soll und die Beteiligten durch straff geführte Vertraulichkeitsbereiche drangsalieren. Seine Aufgabe, bzw. die des Compliance Officer, besteht in der Schaffung von Verständnis und Sensibilität für den Schutz von Insiderinformationen. Sowohl operativ tätige Mitarbeiter in M&A-Transaktionen oder in der Forschungsabteilung als auch Top-Manager einschließlich Vorstand und Aufsichtsrat zeigen oftmals eine erstaunlich große Wissenslücke, wenn es um die Existenz von Insiderhandelsverboten geht. Hierbei ist den Beteiligten keine böse Absicht zu unterstellen, sie sind im Tagesgeschäft schlicht mit anderen für sie wesentlicheren Dingen befasst. Kommt es allerdings zu Rechtsverstößen, so können erhebliche Reputationsschäden bei Anlegern und Geschäftspartnern entstehen. Dieses Risiko ist den meisten Unternehmen weniger

⁵²⁾ §§ 38, 39 WpHG.

⁵³⁾ Grund war die EG-Insiderrichtlinie aus 1989, die ei-

gentlich bis zum 1.6.1992 in nationales Recht umgesetzt worden sein sollte.

präsent als kopierte Patente oder der Verrat von Angebotsinhalten bei Ausschreibungen. Deshalb steht für das Unternehmen im Vordergrund, die Beteiligten für den Schutz von Insiderinformationen zu sensibilisieren und sodann über Folgen möglicher Rechtsverstöße aufzuklären (4.5).

Mithin ist es nicht angemessen, wenn der Compliance Officer seine Hauptarbeitszeit auf die Befassung mit dem Insiderverzeichnis verwendet. Seine Aufgabe besteht vor allem in der Umsetzung des Präventionsgedankens durch aktive Aufklärung von Managern und Vertraulichkeitsbereichen. Die Übersendung und Gegenzeichnung eines Standard DINA4-Bogens zur Erfüllung der gesetzlichen Aufklärungspflicht für erfasste Insider erfüllt diese Aufgabe nicht. Stattdessen bieten sich ansprechende Informationsmaterialien, Schulungsveranstaltungen und 4-Augen-Gespräche an, wenn das Unternehmen substantiell etwas zum Schutz der Insiderinformationen beitragen möchte. Des Weiteren gehören auch Aspekte des Datenschutzes hierzu: DV-Sicherheit, Aktenablage, Aktenvernichtung, Clean-Desk-Policy am Arbeitsplatz, geschützte Besprechungsräume. In Gesellschaften mit Großraumbüros und transparenter Arbeitsplatzgestaltung können Insiderinformationen schwer physisch geschützt werden. Das Mithören oder Mitlesen ist vielmehr Programm und der enge Kontakt gewollt – gleicher Fall bei temporären Projektgruppen, deren sämtliche Mitglieder dann allerdings als Insider mit gleicher Insiderinformation geführt werden. Das leichtfertige Zugänglichmachen einer Insiderinformation ist nahezu unmöglich zu verhindern. Deshalb sollte der Compliance Officer in diesen Fällen dem Vorstand Vorschläge unterbreiten, die durch Umorganisation von Großraumbüros ein Mindestmaß an Schutz gewährleisten. Anderenfalls bleibt es ihm überlassen, einen Vertraulichkeitsbereich zu schaffen und alle betroffenen Mitarbeiter als Insider zu führen.

Insiderinformation
Überblick zu den Voraussetzungen

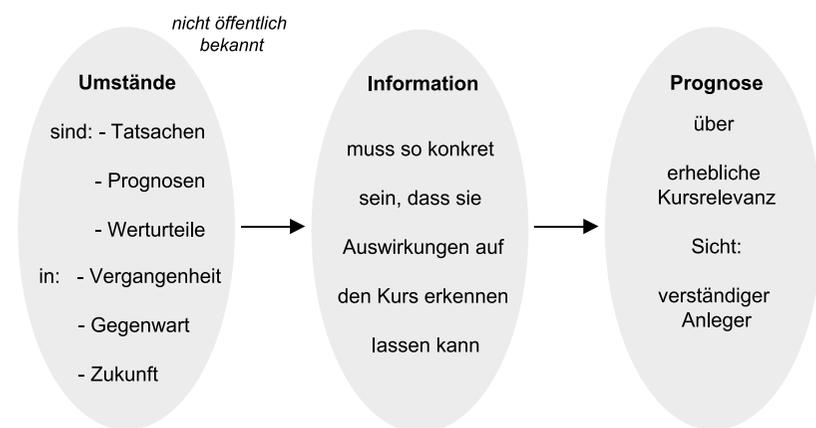


Abbildung 22

4.1 Insiderinformation

An die Insiderinformation als gesetzliche Voraussetzung, § 13 WpHG, knüpfen nicht nur die Bestimmungen zur Ad-hoc-Publizität an, sondern ebenso die Insiderhandelsverbote. Die Insiderinformation wurde bereits in Kapitel 3.3.1- 3.3.6 eingehend erläutert, weshalb hier auf Aspekte aus Sicht des Insiders für die praktische Handhabung der Insiderhandelsverbote, der Aufklärungspflicht und der Anlage des Insiderverzeichnisses eingegangen wird. (s. *Abbildung 22*)

4.1.1 konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Umstände

Ein Manager erhält jeden Tag für ihn „wichtige“ Informationen in Gesprächen, Telefonaten, Emails, Post oder durch externe Datendienste und Zeitungen. Diese Inhalte haben etwas mit dem Unternehmen, der Branche oder mit ihm selbst zu tun. Einige davon könnten den Kurswert der Aktie beeinflussen. Bevor man Definitionen der Begriffsjuresprudenz bemüht, sollte ein Nichtjurist zuerst eine „intuitive“ Einschätzung treffen, welche oftmals schon eine deutliche Antwort darauf ermöglicht, ob er sich in Besitz einer Insiderinformation befindet. Wird er die Frage

Nutze ich das Wissen um diese Information aus, kann ich im Verhältnis zu anderen Anlegern, die sie nicht kennen, aus einem Aktiengeschäft profitieren?

uneingeschränkt mit „Ja“ beantworten, liegt aller Voraussicht eine Insiderinformation seiner Einschätzung nach vor. Bei Beantwortung obiger Frage, bewertet man bereits unreflektiert die Insiderinformation und trifft Prognoseeinschätzungen für die Kursbeeinflussungswirkung.

Die Information hat sich auf „Umstände“ zu beziehen. Gemeint sind mit diesem weit zu verstehenden Begriff sowohl alle Tatsachengeschehnisse als auch Prognosen oder Werturteile. Diese können in der

- Vergangenheit
- Gegenwart
- und sogar in der Zukunft

ihren Grund haben. Letztere sind dann als Umstände im Sinne des Gesetzes zu werten, wenn bei ihnen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft eintreten werden (Kapitel 3.3.3).

Die Umstände sind erst dann erheblich für eine Insiderinformation, wenn bei Ihrer Veröffentlichung der Börsenpreis erheblich beeinflusst wird. Dies setzt eine Prognose voraus (nachfolgendes Kapitel 4.1.2, sowie 3.3.2). Liegt ein Umstand mit erheblicher Preisbeeinflussungswirkung vor, hat die Information darüber so konkret zu sein, dass eine erhebliche Kursreaktion prognostizierbar wird. Werden beispielsweise seit Monaten interne Spekulationen darüber angestellt, ob die Übernahme eines kleineren Konkurrenten zur Erschließung

von Märkten im Ausland bevorstehen könnte, weil die CEOs beider Unternehmen einen Tag lang Golf zusammen gespielt haben, so ist der Umstand der Firmenübernahme eventuell kurserheblich, nur ist die Information darüber nicht konkret genug. Die Information, die die Mitarbeiter haben besagt nur, dass Sport betrieben wurde, nicht eine Gesellschaft gekauft worden ist. Entsprechend gering wäre auch die Kursrelevanz dieser Information zu bewerten, denn mit dem Wissen um diese Tatsache allein, wird noch kein verständiger Anleger einen Orderauftrag erteilen. Hat der Vorstand jedoch tatsächlich eine Übernahme dabei angebahnt und beabsichtigt diese nunmehr mit Vorstandsmitgliedern und Aufsichtsräten zu besprechen, verfügt er über eine „potentielle Insiderinformation“. Je nach dem wie weit die Verhandlungen gediehen sind, Letter of Intent, Due Diligence oder verpflichtende Kaufverträge unterzeichnet wurden, kann sich aus diesem Umstand schnell eine Insiderinformation mit Rechtsqualität entwickeln. Darüber hätte der Vorstand Stillschweigen zu bewahren.

4.1.2 Erhebliche Beeinflussung des Börsenpreise

Wann Umstände darauf schließen lassen, dass Anleger hierauf reagieren und den Aktienkurs erheblich beeinflussen, ist in vielen Fällen schwer feststellbar. Die „Erheblichkeit“ der Kursreaktion ist im Übrigen von Gesetz oder BaFin nicht eingehender bestimmt worden. Man hat als Maßstab sich weniger an festen prozentualen Kursabweichungen zu orientieren, sondern an der Möglichkeit, überhaupt Gewinne oder Verlustvermeidung daraus zu realisieren (Kapitel 3.3.2). Das Gesetz verlangt außerdem nicht, dass bei entsprechendem Handeln tatsächlich Gewinne erzielt wurden.

Die Eignung zur Börsenpreisbeeinflussung ist neben dem bekannten Umstand noch abhängig vom aktuellen Marktgeschehen. Die Prognose darf also keineswegs die Volatilität der eigenen Aktie und des Marktes außer Acht lassen und hat ebenso die Branchen- bzw. Index-Situation zu berücksichtigen. Eine Information über notwendige Preiserhöhungen wegen eines Öl-Schocks hat keine Insiderqualität mehr, wenn beispielsweise in der Kunststoffindustrie die Entwicklung an den Rohölmärkten seit Wochen in den Aktienkursen vorweggenommen wurde und die gesamte Branche mit den gleichen Mitteilungen aufwartet. Selbst wenn die Auswirkungen massiv das Geschäftsergebnis beeinträchtigen, liegt regelmäßig keine Insiderinformation in diesen Fällen vor.

Sollten Zweifel an der Einstufung als Insiderinformation bestehen, die nicht schnell ausgeräumt werden können, sollte sich der Betroffene nicht lange den Kopf zerbrechen, sondern den Compliance Officer, die Rechtsabteilung oder seinen externen Berater um Rat fragen. So sieht man im Top-Management, dass sich zulange individuell mit Fragen auseinandergesetzt wird – ob die Aktienoption genutzt werden darf oder Verkäufe getätigt werden können. Ab einem gewissen Grad der Selbstprüfung wird erfahrungsgemäß der Betroffene keine Antwort darauf finden. Und weil die meisten Führungskräfte in Deutschland, im Gegensatz zum in der Öffentlichkeit vermittelten Bild, in eigenen Belangen tendenziell Bedenkenträger sind

und nicht skrupellos handeln, geht mit der Befassung in diesen Dingen viel Zeit verloren. Um trotzdem Anreizsysteme mit Bestandteilen der Aktienvergütung in ihrer Wirkung nicht zu beeinträchtigen, obliegt es dem Compliance Officer, hier für die betroffenen Führungskräfte mit entsprechender Aufklärung zu Handelsfenstern etc. Klarheit zu schaffen.

4.1.3 Potentielle Insiderinformation

Eine Information über einen Umstand, der keinen Rückschluss auf erhebliche Kursrelevanz zulässt, kann jedoch als „sensible Information“ oder „potentielle Insiderinformation“ eingestuft werden, wenn im Rahmen einer weiteren Entwicklung zum Tatsächengeschehen, einem Genehmigungsverfahren, einem Management-Entscheidungsprozess oder wegen regulatorischer Bedingungen Grund zur Annahme besteht, dass diese Umstände bald Kursrelevanz aufweisen werden. Gerade in M&A-Projekten, Industriegenehmigungsverfahren, Patentanmeldungen oder im Umgang mit Kartell-, Energie- oder Telekommunikationsregulierungsbehörden entstehen Sachverhalte, bei denen mit großer Wahrscheinlichkeit zu einem unbestimmten Zeitpunkt eine Insiderinformation entstehen wird. Es wäre unangemessen erst zu diesem späten Zeitpunkt alle Beteiligten darauf hinzuweisen, sie mögen die Insiderhandelsverbote beachten.

Deshalb werden zum Schutz dieser „potentiellen Insiderinformationen“ bereits vorsorglich Vertraulichkeitsbereiche eingerichtet, Führungskräfte über Insiderrecht aufgeklärt und geschützte Kommunikationsformate genutzt. Die mit der Information konfrontierten „potentiellen Insider“ werden deshalb im Insiderverzeichnis aufgenommen (Kapitel 4.4.1). Die praktische Bedeutung dieser potentiellen Insider für die Prävention vor Insiderverstößen ist nicht zu unterschätzen. Auf der anderen Seite darf nicht jede „interessante“ Information als schützenswerte potentielle Insiderinformation eingestuft werden. Diese übertriebene Vorsicht brächte unangemessene Administration mit sich.

4.2 Insider als Verpflichtungsadressat

Jedermann mit Kenntnis einer Insiderinformation ist Insider im Sinne des WpHG. Woher er die Information hat, ob er Vorstand oder Angestellter ist, ist für die Wirkung der Insiderhandelsverbote auf ihn ohne Belang – im Gegensatz zur alten Rechtslage. Der einzige Unterschied zwischen Personen mit persönlichen Merkmalen und solchen ohne diese Merkmale liegt in der gewählten Sanktion (nachfolgendes Kapitel 4.3), sowie in der Behandlung der Versuchsstrafbarkeit. Letzteres ist für die Praxis in nur sehr eingeschränktem Umfang überhaupt von Relevanz.

Zu den Insidern mit persönlichen Merkmalen, „Primärsidner“, sind folgende Personen zu zählen⁵⁴:

54) § 38 Abs.1 WpHG, BaFin-Leitfaden, S.33 ff.

- Mitglieder des Vorstandes oder des Aufsichtsrates
- Persönliche haftende Gesellschafter des Emittenten
- Personen, die aufgrund ihrer Kapitalbeteiligung am Unternehmen Insiderinformationen erhalten
- Berufsangehörige: Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater
- Personen, die wegen ihrer Tätigkeit oder ihrer Aufgabe für den Emittenten über Insiderinformationen verfügen; mögliche Bsp.: Ratingagenturen, Kreditinstitute

Diesem Personenkreis obliegt wegen der Stellung im Unternehmen eine besondere Verantwortung für den Schutz der Vertraulichkeit von Insiderinformationen, mit denen sie täglich konfrontiert werden. Demgemäß höher fallen für sie die Strafsanktionen bei Rechtsverstößen aus. Insider, die ihr Wissen zufällig oder nur einmal erhalten haben unterliegen grundsätzlich denselben Verbotsnormen im Umgang mit Insiderinformationen (Kapitel 4.3), ihnen drohen geringere Sanktionen. Die ausführliche Differenzierung, wie sie nach überkommener Rechtslage zwischen Primär- und Sekundärinsidern vorgenommen werden musste, um die sie betreffenden Verbote zu identifizieren, entfällt damit für die Praxis weitgehend.

Sinnvoll ist die Unterscheidung zu potentiellen Insidern vorzunehmen, die in Besitz einer „potentiellen Insidertatsache“ sind (Kapital 4.1.3). Denn diese Personen treffen noch keine Insiderhandelsverbote, ihre Erfassung im Insiderverzeichnis erleichtert aber die Prävention von Insiderrechtsverstößen.

4.3 Insiderverbote

Kommt eine Person in Besitz einer Insiderinformation hat sie diese nur noch unter den Auflagen der gesetzlichen Insiderverbote zu nutzen oder zu verbreiten, § 14 WpHG. Untersagt ist neben Erwerb- oder Verkauf von Finanzinstrumenten (Wertpapier oder im Kurs davon abhängige Derivate), die unbefugte Mitteilung oder das Zugänglichmachen der Insiderinformation, sowie die Erteilung von Anlagetipps oder das Verleiten zu Wertpapiergeschäften. (s. *Abbildung 23*)

Neben den Strafvorschriften wiegen für den Insider berufliche Sanktionen mitunter wesentlich schwerer. Neben einem frühen Karriere Ende kommen die fristlose Kündigung oder ein Berufsverbot als mögliche Konsequenz in Betracht. (s. *Abbildung 23*)

4.3.1 Erwerbs- und Veräußerungsverbot

Die erste Variante der Verbotsvorschriften untersagt unter Verwendung einer Insiderinformation Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für einen anderen zu erwerben

Insiderhandelsverbote und Sanktionen
Schematischer Überblick

	Vorsatz	Leichtfertig	Versuch
Insider mit persönlichen Merkmalen (Primärins.)			
Erwerb/Veräußerung	S	S	S
Mitteilung/Zugänglich	S	O	S
Empfehlung/Verleitung	S	O	S
Insider ohne persönliche Merkmale (Sekundärins.)			
Erwerb/Veräußerung	S	S	S
Mitteilung/Zugänglich	O	O	/
Empfehlung/Verleitung	O	O	/

S = Straftat O = Ordnungswidrigkeit / = keine Sanktion
Insiderhandelsverbote und Sanktionen nach neuer Rechtslage im Überblick.

Abbildung 23

ben oder zu veräußern.⁵⁵ Dieses Verbot stellt nicht den Hauptanwendungsbereich für die Arbeit von Investor Relations dar, es sei denn, ein IR-Mitarbeiter möchte selbst handeln. Die BaFin⁵⁶ und die Gesetzesbegründung⁵⁷ zum AnSVG haben hier recht konkret die Fallgestaltungen benannt, in denen keine rechtswidrige Verwendung der Insiderinformation vorliegt:

- Vererbung oder Schenkung von Wertpapieren
- Bedingte Übertragung mit aufschiebender Bedingung
- Verwertung durch Bank als Kreditsicherheit
- Differenziert: Paketerwerb nach Due Diligence Prüfung, Unternehmenskäufe mit öffentlichem Angebot
- Aktienrückkauf, Kursstabilisierungsmaßnahmen

Es gibt viele Beispiele, die trotz dieser klaren Vorgaben in der Praxis Anlass zur Diskussion darüber bieten, ob der betroffene Insider einen Rechtsverstoß begeht: Erwerbsvorgänge bei Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern, Verkauf von Aktien wegen privaten Liquiditätsbedarfs (Bsp.: Hauskauf), Realisierung der Aktienoptionen. Allgemeingültige Antworten kann man hier nicht geben. Je klarer jedoch Regularien für Vorstandsgeschäfte oder die Ausübung von Aktienoptionen mit engen Handelsfenstern vereinbart wurden, umso leichter können Rechtsverstöße bei Aktien-/Optionsgeschäften ausgeschlossen werden. Ist bereits das Volumen und der Zeitpunkt bekannt, können mit dem Compliance Officer Möglichkeiten eines Preapproval besprochen werden. Soweit für Vorstände private Vermögensverwalter im Rahmen des Private Asset Managements tätig werden, gilt es mit detaillierten Vorgaben Rechtsverstößen vorzubeugen.

⁵⁵ § 14 Abs.1 Nr.1 WpHG.

⁵⁶ BaFin-Leitfaden, S.25, 27 ff.

⁵⁷ BT-Drucks. 15/3174, S.34.

4.3.2 Verbot der Mitteilung oder des zugänglich Machens

Das in einer IR-Abteilung am häufigsten anwendbare Insiderverbot besteht in der unbefugten Mitteilung einer Insiderinformation: Es ist verboten, einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen, § 14 Abs.1 Nr.2 WpHG. In Gesprächen mit Vorständen, der Vorbereitung des Geschäftsberichtes und von Ad-hoc-Mitteilungen oder im Verkehr mit Ratingagenturen verwenden IR-Mitarbeiter regelmäßig selbst Insiderinformationen und geraten in Verlegenheit, diesbezügliche Informationswünsche zu beantworten. Weil neben einer vorsätzlichen Begehung ebenso das leichtfertige Mitteilen untersagt ist, drohen ständig Rechtsverletzungen. Gleiches betrifft Vorstandsmitglieder, Aufsichtsräte, das Rechnungswesen und Controlling, sowie M&A-Abteilungen.

In international organisierten Konzernen können mehrere hundert Personen täglich in Gefahr sein, gegen das Mitteilungsverbot zu verstoßen. Juristen weisen an dieser Stelle normalerweise auf die Freiheitsstrafe, das Bußgeld oder gar den Job-Verlust als Konsequenz hin. Im Vordergrund sollte aber weniger die alleinige Strafvermeidung stehen, sondern die innere Einstellung, im wohl verstandenen Anlegerinteresse keine Informationsasymmetrien zu begründen. Dabei gilt es alle Finanzintermediäre, Investoren und Privat Anleger zeitgleich zu informieren. Handelt es sich um Insiderinformationen, kann dies legal nur durch Ad-hoc-Mitteilungen erfolgen.

Am besten vermeidet man die unsachgemäße Verbreitung von (potentiellen) Insiderinformationen indem man zuerst Abteilungsintern ermittelt, auf welchen Kommunikationswegen in jedem Fall eine befugte Weitergabe der Insiderinformation erfolgt. Diese Aufnahme schließt die Bewertung des Adressaten (Abteilung, Organmitglied) und die verwendete Technik (Email, FAX) mit ein. In kurzer Zeit gewinnt der zuständige IR-Manager so eine systematische Übersicht (wenn er sie noch nicht hat) über alle regelmäßigen Kontakte, die seine Mitarbeiter intern und nach außen pflegen. Der IR-Manager sollte in Abstimmung mit dem Compliance Officer die Einrichtung eines Vertraulichkeitsbereiches erörtern, sowie wesentliche (wenige) Vorgaben für die Kommunikation von Insiderinformationen seinen Mitarbeitern auferlegen.

4.3.3 Empfehlungs- und Verleitungsverbot

Das WpHG sichert den umfassenden Schutz von Insiderinformationen und schließt etwaige Strafbarkeitslücken, indem es verbietet, einen anderen auf der Grundlage einer Insiderinformation den Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren zu empfehlen oder einen anderen auf sonstige Weise dazu zu verleiten.⁵⁸ Eine nicht vorsätzliche Begehung dieses Verbotes kann man sich nur schwer vorstellen. Soweit ein Emittent davon Kenntnis erhalten sollte, dass Insiderinformationen seitens der Belegschaft für private

58) § 14 Abs.1 Nr.3 WpHG.

Aktiengeschäfte missbraucht wurden oder gar entsprechende Informationen verkauft worden sind, empfiehlt sich die Einschaltung der Staatsanwaltschaft zur Aufklärung dieser Vorgänge. Ebenso zügig aufgeklärt werden sollten Gesetzesverstöße durch Organmitglieder oder ihre Angehörigen. Wenn Verdachtsmomente bei der Unternehmensleitung hierzu auftauchen durch anonyme Anzeigen, zuspätkommen von Indizien usw. sollte nach einer Voruntersuchung schnell entschieden werden, ob die Vorwürfe durch den Betroffenen ausgeräumt werden konnten oder weitere Ermittlungen durch Externe angezeigt sind. Die mangelnde Integrität einzelner exponierter Vertreter kann bei einem nachgewiesenen Rechtsverstoß ansonsten viel Reputation des Unternehmens und seiner Marken kosten. Solange jedoch keine Beweise für einen Rechtsverstoß vorliegen, gilt die Unschuldsumutung. Freistellung, Beurlaubung oder Entbindung von Projektpflichten sind für den jeweiligen Einzelfall gesondert nach Sachverhaltslage und im Rahmen arbeitsrechtlicher Vorgaben abzuwägen.

4.4 Insiderverzeichnis

Emittenten haben nach Umsetzung des AnSVG gemäß § 15b WpHG ein Insiderverzeichnis einzurichten. Es soll in der Tat auf „ein“ Verzeichnis beschränkt werden und nicht in verschiedenen Verzeichnissen im Konzern verteilt werden. Alle Daten sind ab Erfassungszeitpunkt 6 Jahre lang aufzubewahren. Die fehlerhafte Organisation dieses Verzeichnisses wird als Ordnungswidrigkeit⁵⁹ geahndet. Genauere technische Vorgaben beinhaltet die Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV) sowie der BaFin-Leitfaden⁶⁰. Die technische Umsetzung wird in der WpAIV konkret beschrieben. Die mit der Führung des Insiderverzeichnisses (Kapital 2.4) verbundenen praktischen Aufgaben ergeben sich aus der der Nutzung einer geeigneten Datenbanklösung, der unternehmensinternen Definition der aufzunehmenden Insider, sowie der Identifikation der Insider und der ständigen Aktualisierung des Datensatzes. Eng verbunden mit der Pflege des Insiderverzeichnisses ist die gesetzlich geforderte Aufklärung der Insider über ihre Rechtspflichten (Kapitel 4.5).

4.4.1 Identifikation von Insidern mit bestimmungsgemäßen Zugang

Im Insiderverzeichnis sollen nicht alle Insider aufgenommen werden, sondern nur diejenigen, welche „bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben.“ Die BaFin nennt als Beispiel für diese Insider die Organmitglieder Aufsichtsrat und Vorstand.⁶¹ Für IT-Mitarbeiter wird die Aussage getroffen, dass diese zwar Zugang zu vertraulichen Emails und Datenbanken haben, sie aber nicht „bestimmungsgemäß“ darauf zugreifen, weil es nicht Ihre Aufgabe ist, die Dokumente zu lesen. Diese am Gesetzeswortlaut entwickelte Interpretation mag nicht unbedingt im Anlegerinteresse liegen. Die faktische Möglichkeit des IT-Administrators sämtliche Vorstandsprotokolle, Controlling-

59) § 38 Abs.2 Nr.9, Abs.4 WpHG. Bußgeld bis Euro

50.000.
60) S.96 ff.

61) BaFin-Leitfaden, S.100.

daten usw. einzusehen, gibt ihm unmittelbaren Zugriff auf diese Insiderdaten. Dabei braucht er sich physisch nicht einmal im Unternehmen zu befinden. Die BaFin geht hier also weniger aus Sicht des Datenschutzes vor, sondern sucht bei der Bestimmung der im Insiderverzeichnis aufzunehmenden Personen diese in direktem Bezug zur „Verarbeitung“ von Insiderinformationen.

Insider mit bestimmungsgemäßen Zugang zu Insiderinformationen
Gliederung



Abbildung 24

Am einfachsten lassen sich die Statusbezogenen und permanenten Insider identifizieren und im Verzeichnis administrieren. Aktualisierungsbedarf entsteht hier selten. Funktionsbezogene Insider müssen hingegen erst einmal im Unternehmen „gefunden“ werden in Transaktions-, Forschungs-, Corporate Finance-Projekten oder bei Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen in Abteilungen mit Querschnittsfunktionen oder Stabsabteilungen. Je nach Organisationsgrad dieser Einheiten erfasst man die meisten Insider im Verzeichnis nach Projekten oder Vertraulichkeitsbereichen. In kleinen Gesellschaften mit übersichtlichen Abteilungen kennt der für das Verzeichnis zuständige Mitarbeiter regelmäßig die Führungskräfte persönlich und bestimmt selbst die Insider („Selbstidentifikation“). In vielen börsennotierten Konzernen hingegen bleibt der Compliance Officer darauf angewiesen, sich von Projekt- oder Spartenleitern Funktionsbezogene Insider anzeigen zu lassen („Fremdidentifikation“). Um nach einem Jahr nicht Herr über dutzende von „Karteileichen“ zu sein und dem gesetzlichen Anspruch an hoher Aktualität gerecht zu werden, sollte neben Ereignis bezogenen Aktualisierungen der Compliance Officer periodisch bei temporären Projekten nachfragen, wie der aktuelle Status der Insiderzugehörigkeit ist, wenn Informationen des Projektleiters hierüber ausbleiben.

Für Projekte, deren Ergebnisse noch keine Insiderinformationen beinhalten – man solche in naher Zukunft aber erwartet, bietet sich als präventiver Schutz der Informationen die Qualifizierung als Bereich mit potentiellen Insidern (Kapital 4.1.3) an. Wenn nämlich von einem auf den anderen Tag die Qualität von Projektergebnissen zur Insiderinformation schwenkt, reicht ein Hinweis des Projektleiters beim Compliance Officer aus, um den gesetzlichen Ansprüchen durch Hochstufen des Bereiches im Insiderverzeichnis zu genügen. Die potentiellen Insider waren mit Personendaten erfasst und über den Umgang mit Insiderinformationen aufgeklärt worden. Mit diesem Vorgehen wird mehr geleistet als das Gesetz fordert. Dies sieht nur die Erfassung von Personen mit regelmäßigem Zugang zu Insiderinformationen vor, ohne Insiderinformation („potentielle Insiderinformation“) besteht keine Rechtspflicht. Sollte ein Insider einmal unberücksichtigt geblieben sein, der nur in einem Projekt an eine Insiderinformation gelangte, kann daraus noch kein Schluss auf ein unzulänglich geführtes Insiderverzeichnis gezogen werden. Denn dieser Insider hatte keinen „regelmäßigen“ Einblick in Insidersachverhalte.

Sollten überzogene Anforderungen an die „unverzögliche“⁶² Aktualisierung seitens der Aufsichtsbehörde an den Emittenten herangetragen werden – was bislang noch nicht vorgekommen ist – ist auf die vorhandenen Betriebsabläufe, Berichtswege und die Arbeitsweise der Projektgruppen hinzuweisen. Eine Sicherstellung der Aktualität des Insiderzeichnisses hängt von der Kommunikationskultur und den Ressourcen des Compliance Officers ab. In wenigen Unternehmen existieren vom Vorstand beschlossene Vorgaben für den Aufbau von Corporate-Projektgruppen mit fest definierten Berichtspflichten. Die Vorstellung⁶³, Insider hätten als erste Maßnahme jeden Tag über Ihren Status nachzudenken und das Ergebnis umgehend dem Compliance Officer mitzuteilen, würde an der Unternehmenswirklichkeit vorbeigehen. Wer soll dafür verantwortlich sein, der Vorstand, der Compliance Officer? Ausreichend für den Aktualisierungsgrad ist vielmehr die zeitnahe Aktualisierung nach Abschluss von Projekten oder dem Ausstieg von Projektmitgliedern, wenn der Zeitpunkt des fehlenden regelmäßigen Zugangs nachträglich korrekt erfasst wird. Sollte insbesondere der erste Zeitpunkt für den regelmäßigen Zugang aus Sicht des Compliance Officer unverzüglich im Insiderverzeichnis abgebildet werden, müsste er umfangreiche Nachforschungen anstrengen, wenn er nicht allein auf die freiwillige Mitarbeit der Insider angewiesen sein möchte.

4.4.2 Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen

Soweit mit einer Insiderinformation ein ständiger Personenkreis befasst ist (Forschungsvorhaben, geplante Transaktion) oder eine Abteilung (Rechnungswesen, M&A, Investor Relations) regelmäßigen Zugang zu Insiderinformationen besitzt, können diese Mitarbeiter zur einfacheren Administration in einem Vertraulichkeitsbereich vom Compliance Officer zusammengefasst werden. Alle Mitglieder werden sodann über ihre Rechtspflichten als

62) BaFin-Leitfaden, S.101.

63) § 15b Abs.1 S.2 WpHG; BaFin-Leitfaden, S.101: „unverzöglich“.

Insider aufgeklärt und können bei Erledigung eines Projektes im Verzeichnis als Insider wieder deaktiviert werden. Der Kommunikationsverkehr mit nicht zum Vertraulichkeitsbereich zugehörigen internen oder Unternehmens externen Kollegen kann darüber hinaus einzelfalltypisch geregelt werden. So können Wall-Crossing-Meldungen zur Voraussetzung für die Weitergabe der Information an eine andere Abteilung gemacht werden oder spezielle Verpflichtungserklärungen eingeführt werden, die dezidiert den Personenkreis beschreiben, mit dem kommuniziert werden darf. Des Weiteren mag es dem Compliance Officer obliegen, Befreiungsregelungen für Einzelfälle zu genehmigen.

4.4.3 Insiderverzeichnisse für Externe

Das Gesetz⁶⁴ sieht neben der Verzeichnisführungspflicht des Emittenten dieselbe Rechtspflicht bei für ihn im Auftrag oder für Rechnung handelnde Personen vor. Wird beispielsweise eine Steuerberaterpraxis regelmäßig mit Insiderinformationen vom Emittenten konfrontiert, sind die dort tätigen Mitarbeiter in einem eigenen Verzeichnis von dieser Praxis zu führen. Folgende Personengruppen können von der Einrichtung eines eigenen Insiderverzeichnisses betroffen sein⁶⁵:

- Investor-Relations-Agentur
- Übersetzungsbüro für Ad-hoc-Mitteilungen, Vertragsentwürfe
- Ratingagentur
- Kreditinstitute

Der Emittent mag darauf achten, dass die für ihn tätigen Berater sorgfältig mit den ihnen anvertrauten Informationen umgehen: Kein Lesen von vertraulichen Dokumenten in Flugzeugen, keine Handy-Telefonate in ungeschützten Räumen, Einweisung der Sekretariate für Aktenablage, geschützte Faxgeräte, keine Praktikanten für die Bearbeitung von Insiderinformationen usw. Überprüfen kann er selten, ob sein eigener Sorgfaltsmaßstab im Umgang mit Insiderinformationen von seinen Auftragnehmern beachtet wird. Insoweit ist diese Verzeichnisführungspflicht für Externe eine sinnvolle Ergänzung, ihr wird von der BaFin nachgegangen.

4.5 Aufklärung von Insidern

Das WpHG⁶⁶ sieht die Aufklärung von im Verzeichnis erfassten Insidern durch den Emittenten vor. Er soll über Rechtspflichten und mögliche Sanktionen bei Rechtsverstößen informieren. In der Regel erfolgt diese Aufklärung in gedruckter Form oder Email, wobei der Erhalt vom Insider bestätigt wird. Die meist recht knappen Beschreibungen werden einer wirklichen Aufklärung zu den Insiderhandelsverboten für einen juristischen Laien nicht gerecht. In der Praxis ist immer wieder festzustellen, dass dieser wichtigen Präven-

64) § 15b Abs.1 S.1 WpHG, BaFin-Leitfaden, S.96.

65) BaFin-Leitfaden, S.97 f.

66) § 15b Abs.1 S.3 WpHG.

tionsmaßnahme im Verhältnis zur Ausgestaltung des Insiderverzeichnisses wenig Aufmerksamkeit zuteil wird.⁶⁷ Dabei können nur gut informierte Mitarbeiter rechtssicher mit Insiderinformationen umgehen, das einfache „Verlesen ihrer Rechte“ genügt nicht. Die erforderlichen Aufklärungsmaßnahmen können vom Compliance Officer durchgeführt werden, Investor Relations kann dabei als wichtiger Multiplikator fungieren (Kapital 2.5).

67) Die BaFin hat bedauerlicherweise, Leitfaden S.104, den Präventionsgedanken mit den Änderungen im WpHG nicht betont. Ob dies daran liegt, dass man sich hierfür keine weiteren

Konzepte überlegen oder man den Emittenten nicht noch mehr „Auflagen“ machen wollte, bleibt dahingestellt.

5. Directors' Dealings

Das Directors' Dealings⁶⁸ rückt zunehmend auch in Deutschland in den Fokus der öffentlichen Wahrnehmung und wird teilweise – wie es in anderen Ländern wesentlich ausgeprägter ist – für Anlageentscheidungen genutzt. Ein spezielles Aufgabenfeld außer der etwaigen technischen Erledigung der Meldungen ergibt sich für Investor Relations daraus jedoch nicht. Es gibt allerdings zwei Aspekte, die es sich lohnt kurz zu erläutern.

Wie werden Führungskräfte vom Emittenten für das Directors' Dealings ausgewählt? Außer den Organmitgliedern gibt der Gesetzestext⁶⁹ wenig konkrete Hinweise. Einen Hinweis bietet die Beschreibung von Personen, welche regelmäßigen Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind. Was wesentliche unternehmerische Entscheidungen sind, ist bereits nach aktienrechtlichen Maßstäben nicht einfach zu beantworten.

Die BaFin hat zuerst für eine stärkere Erweiterung des Kreises plädiert, mittlerweile aber wieder eine restriktive Auslegung⁷⁰ bevorzugt. Danach sollen nur Führungspersonen meldepflichtig sein, welche strategische Entscheidungen für das Gesamtunternehmen treffen können. Der Kreis derer ist in den meisten Unternehmen: niemand. Anstatt den gesetzlich bestimmten Personenkreis nunmehr „künstlich“ zu verkleinern, wäre es sinnvoller gewesen, wenn der Gesetzgeber auf europäischer Ebene eine Herabsetzung der Bagatellgrenze auf € 5.000 strikter begegnet wäre. Eine Indizwirkung haben Umsätze zwischen € 5.000 bis € 25.000 nicht für Anleger. Deshalb ist aus Sicht des Marktes eine restriktive Handhabung sicher genauso zu befürworten wie aus Sicht der Emittenten. Allerdings erscheint die derzeitige Praxis keine befriedigende Lösung im Vergleich zur alten Rechtslage zu bieten. Wenn ein Emittent freiwillig mehr über seine Führungspersonen mit wesentlicher Entscheidungsmacht (decision making power) berichten möchte, sollte er das unter Aspekten des Anlegerinteresses (nicht Anlegerschutzes) diskutieren. So kann beispielsweise ein angestellter Chefentwickler, Vertriebsleiter oder Spartenvorstand durchaus mit seinem Aktiengeschäft eine wichtige Indizwirkung für Investoren bieten. Soweit er maßgeblich an der Ausrichtung des Kerngeschäftes beteiligt ist, sind ihm auch wesentliche unternehmerische Entscheidungen im Sinne des WpHG zuzubilligen. Ein Unternehmen kann mit der Auswahl neuer berichtspflichtiger Führungskräfte so seinen Willen zur Transparenz auch in persönlichen Angelegenheiten bekunden. Die Meldungen zum Directors' Dealings sind in den vergangenen Jahren gestiegen. (s. *Abbildung 25*)

Der andere erwähnenswerte Aspekt liegt in der Pressekommentierung veröffentlichter Directors' Dealings. Je nach tagesaktuellen Stimmungen werden völlig neutral zu wertende Aktiengeschäfte als „Kasse machen“ oder „Vorstände zocken wieder ab“ betitelt.

Directors' Dealings in der Statistik
Jahresbericht BaFin 2004

		seit AnsVG		Vergleichsmonat		%	
Dez.	2004		491	2003	235		+ 109
Januar	2005		276	2004	117		+ 136
Jahre gesamt:		2002	1.067	2003	1.980	2004	2.723

Abbildung 25

Dabei werden hierbei Aktienoptionen aus Jahre alten Programmen realisiert, wenn die Sperrfristen abgelaufen sind. Bei Einführung dieser Stock Option Plans am Anfang des Jahrzehnts gehörte es noch zu einem absoluten must have, für die Leistungsträger der Gesellschaft als Anreizwirkung einen entsprechenden Plan einzuführen. Eine Motivation bieten diese Instrumentarien allerdings erst, wenn sie irgendwann auch genutzt werden können. Weil es die Organmitglieder persönlich betrifft, scheuen sie sich, offensiv zu diesem von ihnen teilweise als Angriff gesehene Vorwürfen öffentlich Stellung zu nehmen. So wird denn auch kein IR-Manager mit einem Vorstand darüber sprechen. Die Beratungspraxis bei Vorständen zeigt aber, dass viele von Hauptversammlung und Aufsichtsrat als sinnvoll angesehene Bonusprogramme in ihrer motivierenden Wirkung konterkariert werden, weil es die Führungskräfte (privat) in der Öffentlichkeit belastet. Es mag deshalb durchaus gerechtfertigt sein, wenn Investor Relations für diese Fälle unsachlicher Berichterstattung Fakten zu den getätigten Transaktionen ergänzt, die dem Anleger die tatsächlichen Hintergründe offen legen.

68) BaFin-Leitfaden, S.68.

69) § 15a Abs.2 WpHG.

70) BaFin-Leitfaden, S.69f.

6. Marktmanipulation

Das etwas sperrig im Gesetz⁷¹ beschriebene Verbot der Marktmanipulation betrifft jeden Mitarbeiter als natürliche Person. Es soll einen umfassenden Schutz vor Manipulationen des Aktienkurses bieten. Für unterlassene, fehlerhafte oder verspätete Pflichtmitteilungen, unsachliche Pressemitteilungen oder Kurstreibende Äußerungen des Pressesprechers können Sanktionen verhängt werden. Für die IR-Arbeit ist insoweit besonders die „sonstige Täuschungshandlung“ von Belang, nach der es verboten ist, Täuschungshandlungen vorzunehmen, die geeignet sind, auf den Kurs einzuwirken. Die Preisbeeinflussung muss dabei nicht erhebliche Auswirkungen besitzen. Es bedarf ebenso wenig des – vorgetäuschten – Vorliegens einer Insiderinformation. So wird grundsätzlich jede unrichtige Angabe in einer Pressekonferenz, im Investorengespräch, gegenüber der Presse oder in Informationsdiensten sanktionsfähig. Von 61 positiven Marktmanipulationsanalysen der BaFin im Jahr 2004 betrafen fast alle die Begehungsform der sonstigen Täuschungshandlung.

Bei einigen IR-Verantwortlichen trifft man noch auf das Vorurteil, solange keine Insiderinformation vorliegt, kann ohne gesetzliche Hemmnisse darüber berichtet werden. Gerade Kommentierungen zur Geschäftslage, Ergebnisprognosen mit Sachverhaltsbezügen oder die Mitteilung von Prognosen bieten viel Angriffsfläche für unzufriedene Anleger. Die in Deutschland derzeit vorgefundene doch recht konservative Berichterstattungspolitik der Unternehmen bietet generell wenig Anlass zur Besorgnis dafür, dass diesbezüglich Rechtsverstöße evident werden. Der IR-Manager sollte seine Mitarbeiter aber über diesen Umstand präventiv informieren.

⁷¹⁾ § 20a WpHG, eine Verordnung konkretisiert: MaKonV
Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung.

Literaturverzeichnis

- Assmann/Schneider* Wertpapierhandels-gesetz Kommentar, 3. Aufl. 2003.
- BAW* Insiderhandelsverbote und Ad hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandels-gesetz, Deutsche Börse, 2. Aufl. 1998
- BaFin* Emittentenleitfaden der Bundes-anstalt für Finanzdienstleistungsauf-sicht, Stand: 15. Juli 2005, zitiert als BaFin-Leitfaden
- Ders.* Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 2004
- DAI* Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, Heft 29, 2005
- Deutscher Sparkassen Verlag* Handbuch der Compliance Organisation, 2002
- Eisenberg/Conen* § 152 Abs.2 StPO: Lega-litätsprinzip im gerichtsfreien Raum – Voraussetzungen der Einleitung eines Ermittlungsverfahrens mit Anfangs-verdacht, NJW 1998, 2241
- Kleinmann* Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG, 1998.
- Kuthe/Rückert/Sicking* Compliance Hand-buch Kapitalmarktrecht, 2004.
- Möllers/Rotter* Ad-hoc-Publizität, Hand-buch, 2003
- Prinz* Der Schutz der Persönlichkeitsrechte vor Verletzungen durch die Medien, NJW 1995, 813
- Soehring/Seelmann-Eggebert* Die Entwick-lung des Presse- und Äußerungsrechts in den Jahren 2000 bis 2004, NJW 2005, 571
- Waldhausen* Die ad-hoc-publizitätspflich-tige Tatsache, 2002

Anhang I

Umfrage bei deutschen IR-Managern

Die Umfrageergebnisse umfassen Antworten von 71 IR-Managern. Die Befragung wurde im November und Dezember 2004 kurz nach Inkraftsetzung des AnSVG von DIRK und Kanzlei Dr. Wolfram durchgeführt. Die Antworten nach Indices aufgeteilt entfallen auf DAX: 11, MDAX: 20, SDAX: 10, TecDAX: 5. Die Rücklaufquote betrug 32,3 % bei 220 angeschriebenen Unternehmen. Insgesamt wurden 5.041 Antworten ausgewertet.

Die nachfolgenden Zahlenangaben ohne Erläuterung geben Zustimmung in Prozent der Antworten wieder. Wegen Mehrfachnennung sind Summen von größer 100 % mög-lich.

1. Bearbeitungsstand zum AnSVG im Unternehmen

1.1 Über die rechtlichen Neuerungen wurden intern bereits folgende Personen/Bereiche vom Unternehmen vor Inkraftsetzung des Gesetzes informiert:

93 IR-Abteilung	45 Aufsichtsrat
91 Vorstand	25 M&A Abteilung
58 Top-Management	1 Intern sind noch keine
46 Rechnungswesen	Informationen erfolgt

1.2 Mit der generellen Umsetzung der neuen gesetzlichen Vorgaben aus dem Wert-papierhandelsgesetz (WpHG) haben wir uns im Unternehmen/Konzern bereits be-gonnen zu befassen und Zuständigkeiten geschaffen:

96 Ja	4 Nein
-------	--------

- 4I Der Informationsaustausch mit der BaFin zu einzelnen Vorgängen wird intensiver.
- 2I Der Informationsaustausch mit der BaFin wird nunmehr nur noch nach vorheriger Konsultation der Rechtsabteilung erfolgen.

3. Generelle Einschätzung

- 3.1 Als IR rechnen wir bei Umsetzung des AnSVG mit einer erhöhten Transparenz und Mehrwert für unsere Kleinaktionäre.
- 0,6 (neutraler Wert: 0)
- 3.2 Als IR rechnen wir bei Umsetzung des AnSVG mit einer erhöhten Transparenz und Mehrwert für unsere institutionellen Investoren.
- 0,6
- 3.3 Das Vertrauen aller Aktionäre in den deutschen Kapitalmarkt wird mit Umsetzung des AnSVG gestärkt.
- 0,4
- 3.4 Die durch das AnSVG verbesserte Transparenz und Integrität des Kapitalmarktes rechtfertigt die zusätzlich erforderlich gewordenen internen Organisationsmaßnahmen und Kosten
- 1,2

Anhang II

Gesetzestext WpHG (in Auszügen)

zuletzt geändert durch Art. 10a Gesetz vom 22. 05. 2005
(BGBl. I, S. 1373)

- § 2 Begriffsbestimmungen
 § 4 Aufgaben und Befugnisse
 § 12 Insiderpapiere
 § 13 Insiderinformation
 § 14 Verbot von Insidergeschäften
 § 15 Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformationen
 § 15a Veröffentlichung und Mitteilung von Geschäften
 § 15b Führung von Insiderverzeichnissen
 § 20a Verbot der Marktmanipulation
 § 38 Strafvorschriften
 § 39 Bußgeldvorschriften

§ 2 Begriffsbestimmungen

- (1) Wertpapiere im Sinne dieses Gesetzes sind, auch wenn für sie keine Urkunden ausgestellt sind,
1. Aktien, Zertifikate, die Aktien vertreten, Schuldverschreibungen, Genussscheine, Optionsscheine und
 2. andere Wertpapiere, die mit Aktien oder Schuldverschreibungen vergleichbar sind, wenn sie an einem Markt gehandelt werden können. Wertpapiere sind auch Anteile an Investmentvermögen, die von einer Kapitalanlagegesellschaft oder einer ausländischen Investmentgesellschaft ausgegeben werden.
- (1a) Geldmarktinstrumente im Sinne dieses Gesetzes sind Forderungen, die nicht unter Absatz 1 fallen und üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden.
- (2) Derivate im Sinne dieses Gesetzes sind als Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte ausgestaltete Termingeschäfte, deren Preis unmittelbar oder mittelbar abhängt von

1. dem Börsen- oder Marktpreis von Wertpapieren,
2. dem Börsen- oder Marktpreis von Geldmarktinstrumenten,
3. Zinssätzen oder anderen Erträgen,
4. dem Börsen- oder Marktpreis von Waren oder Edelmetallen oder
5. dem Preis von Devisen.

(2a) Finanztermingeschäfte im Sinne dieses Gesetzes sind Derivate im Sinne des Absatzes 2 und Optionsscheine.

(2b) Finanzinstrumente im Sinne dieses Gesetzes sind Wertpapiere im Sinne des Absatzes 1, Geldmarktinstrumente im Sinne des Absatzes 1a, Derivate im Sinne des Absatzes 2 und Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren. Als Finanzinstrumente gelten auch sonstige Instrumente, die zum Handel an einem organisierten Markt im Sinne des Absatzes 5 im Inland oder in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union zugelassen sind oder für die eine solche Zulassung beantragt worden ist.

- (3) Wertpapierdienstleistungen im Sinne dieses Gesetzes sind
1. die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten im eigenen Namen für fremde Rechnung,
 2. die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten im Wege des Eigenhandels für andere,
 3. die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten im fremden Namen für fremde Rechnung,
 4. die Vermittlung oder der Nachweis von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten,
 5. die Übernahme von Finanzinstrumenten für eigenes Risiko zur Platzierung oder die Übernahme gleichwertiger Garantien,
 6. die Verwaltung einzelner in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum.

- (3a) Wertpapiernebenleistungen im Sinne dieses Gesetzes sind
1. die Verwahrung und die Verwaltung von Wertpapieren für andere, sofern nicht das Depotgesetz anzuwenden ist,
 2. die Gewährung von Krediten oder Darlehen an andere für die Durchführung von Wertpapierdienstleistungen durch das Unternehmen, das den Kredit oder das Darlehen gewährt hat,
 3. die Beratung bei der Anlage in Finanzinstrumenten,
 4. die in Absatz 3 Nr. 1 bis 4 genannten Tätigkeiten, soweit sie Devisengeschäfte zum Gegenstand haben und im Zusammenhang mit Wertpapierdienstleistungen stehen.

(4) Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne dieses Gesetzes sind Kreditinstitute,

Finanzdienstleistungsinstitute und nach § 53 Abs. 1 Satz 1 des Kreditwesengesetzes tätige Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen allein oder zusammen mit Wertpapiernebenleistungen gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert.

(5) Organisierter Markt im Sinne dieses Gesetzes ist ein Markt, der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird, regelmäßig stattfindet und für das Publikum unmittelbar oder mittelbar zugänglich ist.

§ 4 Aufgaben und Befugnisse

(1) Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bundesanstalt) übt die Aufsicht nach den Vorschriften dieses Gesetzes aus. Sie hat im Rahmen der ihr zugewiesenen Aufgaben Missständen entgegenzuwirken, welche die ordnungsgemäße Durchführung des Handels mit Finanzinstrumenten oder von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen beeinträchtigen oder erhebliche Nachteile für den Finanzmarkt bewirken können. Sie kann Anordnungen treffen, die geeignet und erforderlich sind, diese Missstände zu beseitigen oder zu verhindern.

(2) Die Bundesanstalt überwacht die Einhaltung der Verbote und Gebote dieses Gesetzes und kann Anordnungen treffen, die zu ihrer Durchsetzung geeignet und erforderlich sind. Sie kann den Handel mit einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten vorübergehend untersagen oder die Aussetzung des Handels in einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten an Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, anordnen, soweit dies zur Durchsetzung der Verbote nach § 14 oder § 20a oder zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen nach Absatz 1 geboten ist.

(3) Die Bundesanstalt kann von jedermann Auskünfte, die Vorlage von Unterlagen und die Überlassung von Kopien verlangen sowie Personen laden und vernehmen, soweit dies auf Grund von Anhaltspunkten für die Überwachung der Einhaltung eines Verbots oder Gebots dieses Gesetzes erforderlich ist. Sie kann insbesondere die Angabe von Bestandsveränderungen in Finanzinstrumenten sowie Auskünfte über die Identität weiterer Personen, insbesondere der Auftraggeber und der aus Geschäften berechtigten oder verpflichteten Personen, verlangen. Gesetzliche Auskunfts- oder Auskunfts- oder Aussageverweigerungsrechte sowie gesetzliche Verschwiegenheitspflichten bleiben unberührt.

(4) Während der üblichen Arbeitszeit ist Bediensteten der Bundesanstalt und den von ihr beauftragten Personen, soweit dies zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben erforderlich ist, das Betreten der Grundstücke und Geschäftsräume der nach Absatz 3 auskunfts-

pflichtigen Personen zu gestatten. Das Betreten außerhalb dieser Zeit oder wenn die Geschäftsräume sich in einer Wohnung befinden, ist ohne Einverständnis nur zulässig und insoweit zu dulden, wie dies zur Verhütung von dringenden Gefahren für die öffentliche Sicherheit und Ordnung erforderlich ist und bei der auskunftspflichtigen Person Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen ein Verbot oder Gebot dieses Gesetzes vorliegen. Das Grundrecht des Artikels 13 des Grundgesetzes wird insoweit eingeschränkt.

(5) Die Bundesanstaht hat Tatsachen, die den Verdacht einer Straftat nach § 38 begründen, der zuständigen Staatsanwaltschaft unverzüglich anzuzeigen. Sie kann die personenbezogenen Daten der Betroffenen, gegen die sich der Verdacht richtet oder die als Zeugen in Betracht kommen, der Staatsanwaltschaft übermitteln, soweit dies für Zwecke der Strafverfolgung erforderlich ist. Die Staatsanwaltschaft entscheidet über die Vornahme der erforderlichen Ermittlungsmaßnahmen, insbesondere über Durchsuchungen, nach den Vorschriften der Strafprozessordnung. Die Befugnisse der Bundesanstaht nach den Absätzen 2 bis 4 bleiben hiervon unberührt, soweit dies für die Vornahme von Verwaltungsmaßnahmen oder zur Erfüllung von Ersuchen ausländischer Stellen nach § 7 Abs. 2 oder § 7 Abs. 7 erforderlich ist und soweit eine Gefährdung des Untersuchungszwecks von Ermittlungen der Strafverfolgungsbehörden oder der für Strafsachen zuständigen Gerichte nicht zu besorgen ist.

(6) Die Bundesanstaht kann eine nach den Vorschriften dieses Gesetzes gebotene Veröffentlichung oder Mitteilung auf Kosten des Pflichtigen vornehmen, wenn die Veröffentlichungs- oder Mitteilungspflicht nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht in der vorgeschriebenen Weise erfüllt wird.

(7) Widerspruch und Anfechtungsklage gegen Maßnahmen nach den Absätzen 1 bis 4 und 6 haben keine aufschiebende Wirkung.

(8) Adressaten von Maßnahmen nach den Absätzen 2 bis 4, die von der Bundesanstaht wegen eines möglichen Verstoßes gegen ein Verbot nach § 14 oder nach § 20a vorgenommen werden, dürfen andere Personen als staatliche Stellen und solche, die auf Grund ihres Berufs einer gesetzlichen Verschwiegenheitspflicht unterliegen, von diesen Maßnahmen oder von einem daraufhin eingeleiteten Ermittlungsverfahren nicht in Kenntnis setzen.

(9) Der zur Erteilung einer Auskunft Verpflichtete kann die Auskunft auf solche Fragen verweigern, deren Beantwortung ihn selbst oder einen der in § 383 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 der Zivilprozessordnung bezeichneten Angehörigen der Gefahr strafgerichtlicher Verfolgung oder eines Verfahrens nach dem Gesetz über Ordnungswidrigkeiten aussetzen würde. Der Verpflichtete ist über sein Recht zur Verweigerung der Auskunft zu belehren und darauf hinzuweisen, dass es ihm nach dem Gesetz freistehe, jederzeit, auch schon vor seiner Vernehmung, einen von ihm zu wählenden Verteidiger zu befragen.

(10) Die Bundesanstaht darf ihr mitgeteilte personenbezogene Daten nur zur Erfüllung ihrer aufsichtlichen Aufgaben und für Zwecke der internationalen Zusammenarbeit nach Maßgabe des § 7 speichern, verändern und nutzen.

§ 12 Insiderpapiere

Insiderpapiere sind Finanzinstrumente,

1. die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen oder in den geregelten Markt oder in den Freiverkehr einbezogen sind,
2. die in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind oder
3. deren Preis unmittelbar oder mittelbar von Finanzinstrumenten nach Nummer 1 oder Nummer 2 abhängt.

Der Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt oder der Einbeziehung in den geregelten Markt oder in den Freiverkehr steht gleich, wenn der Antrag auf Zulassung oder Einbeziehung gestellt oder öffentlich angekündigt ist.

§ 13 Insiderinformation

(1) Eine Insiderinformation ist eine konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Umstände, die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf die Insiderpapiere selbst beziehen und die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen. Eine solche Eignung ist gegeben, wenn ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde. Als Umstände im Sinne des Satzes 1 gelten auch solche, bei denen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft eintreten werden. Eine Insiderinformation ist insbesondere auch eine Information über nicht öffentlich bekannte Umstände im Sinne des Satzes 1, die sich

1. auf Aufträge von anderen Personen über den Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten bezieht oder
2. auf Derivate nach § 2 Abs. 2 Nr. 4 bezieht und bei der Marktteilnehmer erwarten würden, dass sie diese Information in Übereinstimmung mit der zulässigen Praxis an den betreffenden Märkten erhalten würden.

(2) Eine Bewertung, die ausschließlich auf Grund öffentlich bekannter Umstände erstellt wird, ist keine Insiderinformation, selbst wenn sie den Kurs von Insiderpapieren erheblich beeinflussen kann.

§ 14 Verbot von Insidergeschäften

(1) Es ist verboten,

1. unter Verwendung einer Insiderinformation Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für einen anderen zu erwerben oder zu veräußern,
2. einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen,
3. einem anderen auf der Grundlage einer Insiderinformation den Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren zu empfehlen oder einen anderen auf sonstige Weise dazu zu verleiten.

(2) Der Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Maßnahmen zur Stabilisierung des Preises von Finanzinstrumenten stellen in keinem Fall einen Verstoß gegen das Verbot des Absatzes 1 dar, soweit diese nach Maßgabe der Vorschriften der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen (ABl. EU Nr. L 336 S. 33) erfolgen. Für Finanzinstrumente, die in den Freiverkehr oder in den geregelten Markt einbezogen sind, gelten die Vorschriften der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 entsprechend.

§ 15 Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformationen

(1) Der Emittent von Finanzinstrumenten, die zum Handel an einem inländischen organisierten Markt zugelassen sind oder für die er eine solche Zulassung beantragt hat, muss Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich veröffentlichen. Eine Insiderinformation betrifft den Emittenten insbesondere dann unmittelbar, wenn sie sich auf Umstände bezieht, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind. Wer als Emittent oder als eine Person, die in dessen Auftrag oder auf dessen Rechnung handelt, im Rahmen seiner Befugnis einem anderen Insiderinformationen mitteilt oder zugänglich macht, hat diese zeitgleich zu veröffentlichen, es sei denn, der andere ist rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet. Erfolgt die Mitteilung oder Zugänglichmachung der Insiderinformation nach Satz 3 unwissentlich, so ist die Veröffentlichung unverzüglich nachzuholen. In einer Veröffentlichung genutzte Kennzahlen müssen im Geschäftsverkehr üblich sein und einen Vergleich mit den zuletzt genutzten Kennzahlen ermöglichen.

(2) Sonstige Angaben, die die Voraussetzungen des Absatzes 1 offensichtlich nicht erfüllen, dürfen, auch in Verbindung mit veröffentlichungspflichtigen Informationen im Sinne des Absatzes 1, nicht veröffentlicht werden. Unwahre Informationen, die nach Absatz 1 veröffentlicht wurden, sind unverzüglich in einer Veröffentlichung nach Absatz 1 zu berichtigen, auch wenn die Voraussetzungen des Absatzes 1 nicht vorliegen.

(3) Der Emittent ist von der Pflicht zur Veröffentlichung nach Absatz 1 Satz 1 solange befreit, wie es der Schutz seiner berechtigten Interessen erfordert, keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist und der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann. Die Veröffentlichung ist unverzüglich nachzuholen. Absatz 4 gilt entsprechend. Der Emittent hat die Gründe für die Befreiung zusammen mit der Mitteilung nach Absatz 4 Satz 1 der Bundesanstalt unter Angabe des Zeitpunktes der Entscheidung über den Aufschub der Veröffentlichung mitzuteilen.

(4) Der Emittent hat die nach Absatz 1 oder Absatz 2 Satz 2 zu veröffentlichende Information vor der Veröffentlichung

1. der Geschäftsführung der organisierten Märkte, an denen die Finanzinstrumente zum Handel zugelassen sind,
2. der Geschäftsführung der organisierten Märkte, an denen Derivate gehandelt werden, die sich auf die Finanzinstrumente beziehen, und
3. der Bundesanstalt mitzuteilen. Absatz 1 Satz 5 sowie die Absätze 2 und 3 gelten entsprechend. Die Geschäftsführung darf die ihr nach Satz 1 mitgeteilte Information vor der Veröffentlichung nur zum Zweck der Entscheidung verwenden, ob die Ermittlung des Börsenpreises auszusetzen oder einzustellen ist. Die Bundesanstalt kann gestatten, dass Emittenten mit Sitz im Ausland die Mitteilung nach Satz 1 gleichzeitig mit der Veröffentlichung vornehmen, wenn dadurch die Entscheidung der Geschäftsführung über die Aussetzung oder Einstellung der Ermittlung des Börsenpreises nicht beeinträchtigt wird.

(5) Eine Veröffentlichung von Insiderinformationen in anderer Weise als nach Absatz 1 in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 7 Nr. 1 darf nicht vor der Veröffentlichung nach Absatz 1 Satz 1, 3 oder 4 oder Absatz 2 Satz 2 vorgenommen werden. Der Emittent hat die Veröffentlichungen nach Satz 1 unverzüglich der Geschäftsführung der in Absatz 4 Satz 1 Nr. 1 und 2 erfassten organisierten Märkte und der Bundesanstalt zu übersenden, soweit nicht die Bundesanstalt nach Absatz 4 Satz 4 gestattet hat, die Mitteilung nach Absatz 4 Satz 1 gleichzeitig mit der Veröffentlichung vorzunehmen.

(6) Verstößt der Emittent gegen die Verpflichtungen nach den Absätzen 1 bis 4, so ist er einem anderen nur unter den Voraussetzungen der §§ 37b und 37c zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens verpflichtet. Schadenersatzansprüche, die auf anderen Rechtsgrundlagen beruhen, bleiben unberührt.

(7) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über

1. den Mindestinhalt, die Art, den Umfang und die Form der Veröffentlichung nach Absatz 1 Satz 1, 3 und 4 sowie Absatz 2 Satz 2,
2. den Mindestinhalt, die Art, den Umfang und die Form einer Mitteilung nach Absatz 3 Satz 4 und Absatz 4 und

3. berechnete Interessen des Emittenten und die Gewährleistung der Vertraulichkeit nach Absatz 3.

Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht übertragen.

§ 15a Veröffentlichung und Mitteilung von Geschäften

(1) Personen, die bei einem Emittenten von Aktien Führungsaufgaben wahrnehmen, haben eigene Geschäfte mit Aktien des Emittenten oder sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten, insbesondere Derivaten, dem Emittenten und der Bundesanstalt innerhalb von fünf Werktagen mitzuteilen. Die Verpflichtung nach Satz 1 obliegt auch Personen, die mit einer solchen Person in einer engen Beziehung stehen. Die Verpflichtung nach Satz 1 gilt nur bei Emittenten solcher Aktien, die

1. an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen sind oder
2. in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind. Der Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt steht es gleich, wenn der Antrag auf Zulassung gestellt oder öffentlich angekündigt ist. Die Pflicht nach Satz 1 besteht nicht, solange die Gesamtsumme der Geschäfte einer Person mit Führungsaufgaben und der mit dieser Person in einer engen Beziehung stehenden Personen insgesamt einen Betrag von 5.000 Euro bis zum Ende des Kalenderjahres nicht erreicht.

(2) Personen mit Führungsaufgaben im Sinne des Absatzes 1 Satz 1 sind persönlich haftende Gesellschafter oder Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten sowie sonstige Personen, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind.

(3) Personen im Sinne des Absatzes 1 Satz 2, die mit den in Absatz 2 genannten Personen in einer engen Beziehung stehen, sind deren Ehepartner, eingetragene Lebenspartner, unterhaltsberechtignte Kinder und andere Verwandte, die mit den in Absatz 2 genannten Personen zum Zeitpunkt des Abschlusses des meldepflichtigen Geschäfts seit mindestens einem Jahr im selben Haushalt leben. Juristische Personen, bei denen Personen im Sinne des Absatzes 2 oder des Satzes 1 Führungsaufgaben wahrnehmen, gelten ebenfalls als Personen im Sinne des Absatzes 1 Satz 2. Unter Satz 2 fallen auch juristische Personen, Gesellschaften und Einrichtungen, die direkt oder indirekt von einer Person im Sinne des Absatzes 2 oder des Satzes 1 kontrolliert werden, die zugunsten einer solchen Person gegründet wurden oder deren wirtschaftliche Interessen weitgehend denen einer solchen Person entsprechen.

(4) Der Emittent hat eine Mitteilung nach Absatz 1 unverzüglich zu veröffentlichen. Er hat die Veröffentlichung der Bundesanstalt unverzüglich zu übersenden.

(5) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über den Mindestinhalt, die Art, den Umfang und die Form der Mitteilung nach Absatz 1 sowie der Veröffentlichung nach Absatz 4. Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht übertragen.

§ 15b Führung von Insiderverzeichnissen

(1) Emittenten nach § 15 Abs. 1 Satz 1 und in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnde Personen haben Verzeichnisse über solche Personen zu führen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Die nach Satz 1 Verpflichteten müssen diese Verzeichnisse unverzüglich aktualisieren und der Bundesanstalt auf Verlangen übermitteln. Die in den Verzeichnissen geführten Personen sind durch die Emittenten über die rechtlichen Pflichten, die sich aus dem Zugang zu Insiderinformationen ergeben, sowie über die Rechtsfolgen von Verstößen aufzuklären. Als im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnde Personen gelten nicht die in § 323 Abs. 1 Satz 1 des Handelsgesetzbuchs genannten Personen.

(2) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über

1. Umfang und Form der Verzeichnisse,
2. die in den Verzeichnissen enthaltenen Daten,
3. die Aktualisierung und die Datenpflege bezüglich der Verzeichnisse,
4. den Zeitraum, über den die Verzeichnisse aufbewahrt werden müssen und
5. Fristen für die Vernichtung der Verzeichnisse.

Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht übertragen.

§ 38 Strafvorschriften

(1) Mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe wird bestraft, wer

1. entgegen § 14 Abs. 1 Nr. 1 ein Insiderpapier erwirbt oder veräußert oder
2.
 - a) als Mitglied des Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgans oder als persönlich haftender Gesellschafter des Emittenten oder eines mit dem Emittenten verbundenen Unternehmens,
 - b) auf Grund seiner Beteiligung am Kapital des Emittenten oder eines mit dem Emittenten verbundenen Unternehmens,

- c) auf Grund seines Berufs oder seiner Tätigkeit oder seiner Aufgabe bestimmungsgemäß oder
 d) auf Grund der Vorbereitung oder Begehung einer Straftat über eine Insiderinformation verfügt und unter Verwendung dieser Insiderinformation eine in § 39 Abs. 2 Nr. 3 oder 4 bezeichnete vorsätzliche Handlung begeht.

(2) Ebenso wird bestraft, wer eine in § 39 Abs. 1 Nr. 1 oder 2 oder Abs. 2 Nr. 11 bezeichnete vorsätzliche Handlung begeht und dadurch auf den inländischen Börsenoder Marktpreis eines Finanzinstruments oder auf den Preis eines Finanzinstruments an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum einwirkt.

(3) In den Fällen des Absatzes 1 ist der Versuch strafbar.

(4) Handelt der Täter in den Fällen des Absatzes 1 Nr. 1 leichtfertig, so ist die Strafe Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder Geldstrafe.

(5) Einer in Absatz 1 Nr. 1 oder 2 in Verbindung mit § 39 Abs. 2 Nr. 3 oder 4 oder in Absatz 2 in Verbindung mit § 39 Abs. 1 Nr. 1 oder 2 oder Abs. 2 Nr. 11 genannten Verbotsvorschrift steht ein entsprechendes ausländisches Verbot gleich. WpHG § 39 Bußgeldvorschriften

§ 39 Bußgeldvorschriften

(1) Ordnungswidrig handelt, wer

1. entgegen § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2, auch in Verbindung mit Abs. 4, jeweils in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 5 Satz 1 Nr. 2 oder 5 ein Geschäft vornimmt oder einen Kauf- oder Verkaufsauftrag erteilt,
2. entgegen § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 3, auch in Verbindung mit Abs. 4, oder einer Rechtsverordnung nach Absatz 5 Satz 1 Nr. 3, eine Täuschungshandlung vornimmt,
3. entgegen § 32 Abs. 1 oder 2 eine Empfehlung ausspricht oder ein Geschäft abschließt,
4. entgegen § 34b Abs. 1 Satz 2 in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 8 Satz 1 eine Finanzanalyse weitergibt oder öffentlich verbreitet,
5. entgegen § 34b Abs. 2 in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 8 Satz 1 eine Zusammenfassung einer Finanzanalyse weitergibt oder
6. entgegen § 34b Abs. 6 Satz 1 in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 8 Satz 1 eine Information darbietet.

(2) Ordnungswidrig handelt, wer vorsätzlich oder leichtfertig

1. entgegen § 4 Abs. 8 oder § 10 Abs. 1 Satz 2 eine Person in Kenntnis setzt,

2. entgegen

- a) § 9 Abs. 1 Satz 1, auch in Verbindung mit Satz 2, jeweils auch in Verbindung mit Satz 3 oder 4, jeweils auch in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 3 Nr. 1 oder 2,
- b) § 10 Abs. 1 Satz 1, auch in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 4 Satz 1,
- c) § 15 Abs. 3 Satz 4 oder Abs. 4 Satz 1, jeweils auch in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 7 Satz 1 Nr. 2,
- d) § 15a Abs. 1 Satz 1, auch in Verbindung mit Satz 2, jeweils auch in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 5 Satz 1, oder
- e) § 21 Abs. 1 Satz 1 oder Abs. 1a eine Mitteilung nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig macht,
3. entgegen § 14 Abs. 1 Nr. 2 eine Insiderinformation mitteilt oder zugänglich macht,
4. entgegen § 14 Abs. 1 Nr. 3 den Erwerb oder die Veräußerung eines Insiderpapiers empfiehlt oder auf sonstige Weise dazu verleitet,
5. entgegen
 - a) § 15 Abs. 1 Satz 1, 3 oder 4, jeweils in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 7 Satz 1 Nr. 1,
 - b) § 15a Abs. 4 Satz 1 in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 5 Satz 1 oder
 - c) § 25 Abs. 1 Satz 1, auch in Verbindung mit Satz 3, § 25 Abs. 2 Satz 1 oder § 26 Abs. 1 Satz 1 eine Veröffentlichung nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig vornimmt oder nicht oder nicht rechtzeitig nachholt,
 6. entgegen § 15 Abs. 5 Satz 1 eine Veröffentlichung vornimmt,
 7. entgegen § 15 Abs. 5 Satz 2, § 15a Abs. 4 Satz 2 oder § 25 Abs. 3 Satz 1, auch in Verbindung mit § 26 Abs. 2, eine Veröffentlichung oder einen Beleg nicht oder nicht rechtzeitig übersendet,
 8. entgegen § 15b Abs. 1 Satz 1 in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 2 Satz 1 Nr. 1 oder 2 ein Verzeichnis nicht, nicht richtig oder nicht vollständig führt,
 9. entgegen § 15b Abs. 1 Satz 2 das Verzeichnis nicht oder nicht rechtzeitig übermittelt,
 10. entgegen § 16 Satz 1 oder § 34 Abs. 1, auch in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach § 34 Abs. 2 Satz 1, eine Aufzeichnung nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht rechtzeitig fertigt,
 11. entgegen § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1, auch in Verbindung mit Abs. 4, oder einer Rechtsverordnung nach Absatz 5 Satz 1 Nr. 1, eine Angabe macht oder einen Umstand verschweigt,
 12. entgegen § 34 Abs. 3 Satz 1 eine Aufzeichnung nicht oder nicht mindestens sechs Jahre aufbewahrt,
 13. einer Vorschrift des § 34a Abs. 1 Satz 1, 2 oder 3, auch in Verbindung mit Abs. 2 Satz 2, oder des § 34a Abs. 2 Satz 1, jeweils auch in Verbindung mit einer Rechtsverordnung

- nach § 34a Abs. 3 Satz 1, über die getrennte Vermögensverwahrung zuwiderhandelt,
 14. entgegen § 34c Satz 1, 2 oder 4 oder § 36 Abs. 2 Satz 1 eine Anzeige nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht rechtzeitig erstattet
 oder
 15. entgegen § 36 Abs. 1 Satz 3 einen Prüfer nicht oder nicht rechtzeitig bestellt.

(3) Ordnungswidrig handelt, wer vorsätzlich oder fahrlässig

1. einer vollziehbaren Anordnung nach

- a) § 4 Abs. 3 Satz 1,
- b) § 36b Abs. 1,
- c) § 370 Abs. 4 Satz 1 oder § 37q Abs. 2 Satz 1

zuwiderhandelt oder

2. entgegen § 4 Abs. 4 Satz 1 oder 2 oder § 370 Abs. 5 Satz 1 ein Betreten nicht gestattet oder nicht duldet.

(4) Die Ordnungswidrigkeit kann in den Fällen des Absatzes 1 Nr. 1 und 2 und des Absatzes 2 Nr. 5 Buchstabe a, Nr. 6 und 11 mit einer Geldbuße bis zu einer Million Euro, in den Fällen des Absatzes 1 Nr. 3 und 4 und des Absatzes 2 Nr. 2 Buchstabe c und e, Nr. 3 und 4 mit einer Geldbuße bis zu zweihunderttausend Euro, in den Fällen des Absatzes 2 Nr. 2 Buchstabe d, Nr. 5 Buchstabe b und Nr. 13 und des Absatzes 3 Nr. 1 Buchstabe b mit einer Geldbuße bis zu hunderttausend Euro, in den übrigen Fällen mit einer Geldbuße bis zu fünfzigtausend Euro geahndet werden.

Anhang III

Verordnung WpAIV

Verordnung
zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie
der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz
(Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung – WpAIV)

Vom 13. Dezember 2004

Auf Grund des § 10 Abs. 4 Satz 1, des § 15 Abs. 7 Satz 1, des § 15a Abs. 5 Satz 1 und des § 15b Abs. 2 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708), die durch Artikel 1 des Gesetzes vom 28. Oktober 2004 (BGBl. I S. 2630) eingefügt worden sind, verordnet das Bundesministerium der Finanzen:

Abschnitt 1
Anwendungsbereich

§ 1

Anwendungsbereich

Diese Verordnung ist anzuwenden auf die Anzeige von Verdachtsfällen nach § 10 des Wertpapierhandelsgesetzes, die Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformationen nach § 15 des Wertpapierhandelsgesetzes, die Veröffentlichung und Mitteilung von Geschäften nach § 15a des Wertpapierhandelsgesetzes und die Führung von Insiderverzeichnissen nach § 15b des Wertpapierhandelsgesetzes.

Abschnitt 2
Anzeige von Verdachtsfällen

§ 2

Inhalt der Anzeige

(1) Eine Anzeige nach § 10 Abs. 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bundesanstalt) hat zu enthalten, soweit die Daten verfügbar sind:

1. zur anzeigepflichtigen Person und zur Person, die die Anzeige für die anzeigepflichtige Person vornimmt,
 - a) den Vor- und Familiennamen und
 - b) die Geschäftsanschrift,
2. eine Beschreibung des Geschäfts im Sinn des § 10 Abs. 1 des Wertpapierhandelsgesetzes mit Angaben zu
 - a) Name und Ort der Börse oder des außerbörslichen Marktes,
 - b) Art des Handels, insbesondere Präsenzhandel oder elektronischer Handel,

- c) Art des Geschäfts, bei einem Kundengeschäft insbesondere, ob es sich aus Kundensicht um einen Kauf oder Verkauf handelt,
 - d) Datum und Uhrzeit der Auftragserteilung und der Geschäftsausführung,
 - e) den Auftragsmerkmalen, insbesondere zur Gültigkeit des Auftrags oder zu Orderlimitierungen,
 - f) dem Finanzinstrument einschließlich seiner internationalen Wertpapierkennnummer,
 - g) Preis, Währung, Stückzahl und Geschäftsvolumen sowie
 - h) Basisinstrument, Basispreis, Preismultiplikator und Fälligkeit bei Geschäften in Derivaten,
3. eine Angabe der Tatsachen, auf die sich die Annahme eines Verstoßes gegen ein Verbot oder Gebot nach § 14 oder § 20a des Wertpapierhandelsgesetzes stützt,
 4. eine Darlegung, weshalb diese Tatsachen den Verdacht begründen, dass mit dem Geschäft gegen ein Verbot oder Gebot nach § 14 oder § 20a des Wertpapierhandelsgesetzes verstoßen wird,
 5. die zur Identifizierung der Person und zur Klärung ihrer Rolle bei dem Geschäft erforderlichen Angaben zum Auftraggeber und zu der aus dem Geschäft berechtigten oder verpflichteten Person sowie allen sonstigen am Geschäft beteiligten Personen, und zwar jeweils
 - a) ihren Vor- und Familiennamen oder bei juristischen Personen ihren Namen,
 - b) ihre Privat- und Geschäftsanschrift,
 - c) den Tag ihrer Geburt,
 - d) die Depotnummer des betroffenen Depots und die zugehörige Kundenidentifikationsnummer,
 - e) eine geschäftsbezogene Auftragsnummer,
 - f) die rechtliche und wirtschaftliche Beziehung zwischen Auftraggeber und der aus dem Geschäft berechtigten oder verpflichteten Person, sofern sie personenverschieden sind,
 - g) hinsichtlich der sonstigen am Geschäft beteiligten Personen die Art ihrer Beteiligung am Geschäft sowie
 6. alle sonstigen Angaben, die für die Prüfung des Vorgangs von Belang sein können.

(2) Stehen zum Zeitpunkt, an dem die Anzeige zu erstatten ist, noch nicht alle in Absatz 1 genannten Daten zur Verfügung, so sind zumindest die Tatsachen anzugeben, die den Verdacht begründen, es handle sich bei dem Geschäft um einen Verstoß gegen ein Verbot oder Gebot nach § 14 oder § 20a des Wertpapierhandelsgesetzes. Sobald die fehlenden Daten bekannt werden, sind sie unverzüglich nachzureichen.

§ 3

Form der Anzeige

(1) Die Anzeige ist schriftlich zu übersenden. Im Fall der Übersendung einer Anzeige mittels Telefax ist auf Verlangen der Bundesanstalt die eigenhändig unterschriebene Anzeige auf dem Postweg nachzureichen.

(2) Die Bundesanstalt kann die Möglichkeit eröffnen, die Anzeige nach Absatz 1 im Wege der Datenfernübertragung zu übersenden, sofern dem jeweiligen Stand der Technik entsprechende Maßnahmen zur Sicherstellung von Datenschutz und Datensicherheit getroffen werden, die insbesondere die Vertraulichkeit und Unversehrtheit der Daten gewährleisten, und sofern im Fall der Nutzung allgemein zugänglicher Netze dem jeweiligen Stand der Technik entsprechende Verschlüsselungsverfahren angewendet werden.

Abschnitt 3

Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformationen

§ 4

Inhalt der Veröffentlichung

(1) In der Veröffentlichung nach § 15 Abs. 1 des Wertpapierhandelsgesetzes sind anzugeben:

1. in der Kopfzeile
 - a) eine deutlich hervorgehobene Überschrift „Ad-hoc-Meldung nach § 15 WpHG“,
 - b) ein als Betreff erkennbares Schlagwort, das den wesentlichen Inhalt der Veröffentlichung zusammenfasst,
2. zum Emittenten
 - a) sein Name und
 - b) seine Anschrift,
3. die internationalen Wertpapierkennnummern der vom Emittenten ausgegebenen Aktien und Schuldverschreibungen, die zum Handel an einem inländischen organisierten Markt zugelassen sind oder für die eine solche Zulassung beantragt ist, sowie die Börse und das Handelsegment, für die die Zulassung besteht oder beantragt wurde,
4. die zu veröffentlichende Information,
5. Datum des Eintritts der der Information zugrunde liegenden Umstände,
6. eine kurze Erklärung, inwieweit die Information den Emittenten unmittelbar betrifft, soweit sich dies nicht schon aus den Angaben zu Nummer 4 ergibt, sowie

7. eine Erklärung, aus welchen Gründen die Information geeignet ist, im Fall ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis erheblich zu beeinflussen, soweit sich dies nicht schon aus den Angaben zu Nummer 4 ergibt.

Die Veröffentlichung soll kurz gefasst sein. Ist nach § 15 Abs. 1 Satz 3 und 4 des Wertpapierhandelsgesetzes eine Person, die im Auftrag oder auf Rechnung des Emittenten handelt, veröffentlichungspflichtig, so hat sie den Emittenten hierüber unverzüglich zu informieren und in der Veröffentlichung durch Nennung ihres Namens und ihrer Anschrift ihre Urheberschaft kenntlich zu machen.

(2) Hat wegen einer erheblichen Veränderung der bereits veröffentlichten Information erneut eine Veröffentlichung nach § 15 Abs. 1 des Wertpapierhandelsgesetzes zu erfolgen, so muss sie enthalten:

1. in der Kopfzeile
 - a) eine deutlich hervorgehobene Überschrift „Ad-hoc-Aktualisierung nach § 15 WpHG“,
 - b) ein Schlagwort im Sinn des Absatzes 1 Satz 1 Nr. 1 Buchstabe b,
 2. nach den Angaben im Sinn des Absatzes 1 Satz 1 Nr. 2 und 3 den Zeitpunkt der Veröffentlichung und das hierbei genutzte Informationsverbreitungssystem im Sinn des § 5 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1,
 3. die zu veröffentlichende Information über die veränderten Umstände und
 4. die Angaben im Sinn des Absatzes 1 Satz 1 Nr. 5 bis 7.
- (3) Die Veröffentlichung nach § 15 Abs. 2 Satz 2 des Wertpapierhandelsgesetzes hat zu enthalten:

1. in der Kopfzeile
 - a) eine deutlich hervorgehobene Überschrift „Ad-hoc-Berichtigung nach § 15 WpHG“,
 - b) ein Schlagwort im Sinn des Absatzes 1 Satz 1 Nr. 1 Buchstabe b,
2. nach den Angaben im Sinn des Absatzes 1 Satz 1 Nr. 2 und 3 den Inhalt und den Zeitpunkt der Veröffentlichung der unwahren Information und das hierbei genutzte Informationsverbreitungssystem im Sinn des § 5 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1,
3. die wahre Information und
4. die Angaben im Sinn des Absatzes 1 Satz 1 Nr. 5 bis 7, bezogen auf die wahre Information.

§ 5

Art der Veröffentlichung

(1) Die Veröffentlichung hat in deutscher Sprache zu erfolgen

1. über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem, das bei Kreditinstituten, nach § 53 Abs. 1 Satz 1 des Kreditwesengesetzes tätigen Unternehmen, anderen Unternehmen, die ihren Sitz im Inland haben und an einer inländischen Börse zur Teilnahme am Handel zugelassen sind, und Versicherungsunternehmen weit verbreitet ist, sowie
2. im Internet unter der Adresse des Emittenten, sofern er über eine solche verfügt, für die Dauer von mindestens einem Monat, wobei die Hauptseite einen deut-

lich erkennbaren Hinweis auf eine Seite mit Informationen für Anleger zu enthalten hat, unter welcher die Veröffentlichung leicht aufzufinden sein muss.

Die Veröffentlichung nach Satz 1 Nr. 2 darf nicht vor der Veröffentlichung nach Satz 1 Nr. 1 erfolgen.

(2) Eine zeitgleiche Fassung in englischer Sprache ist gestattet. Die Bundesanstalt kann gestatten, dass Emittenten mit Sitz im Ausland die Veröffentlichung ausschließlich in englischer Sprache vornehmen, wenn dadurch eine ausreichende Unterrichtung der Öffentlichkeit nicht gefährdet erscheint.

(3) Die Veröffentlichung ist unverzüglich schriftlich oder elektronisch an die Geschäftsführung der organisierten Märkte im Sinn des § 15 Abs. 4 Satz 1 Nr. 1 und 2 des Wertpapierhandelsgesetzes und an die Bundesanstalt zu übersenden. Es muss der Zeitpunkt der Veröffentlichung erkennbar sein.

§ 6

Berechtigte Interessen für eine verzögerte Veröffentlichung

Berechtigte Interessen, die nach § 15 Abs. 3 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes von der Pflicht zur sofortigen Veröffentlichung nach § 15 Abs. 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes befreien können, liegen vor, wenn die Interessen des Emittenten an der Geheimhaltung der Information die Interessen des Kapitalmarktes an einer vollständigen und zeitnahen Veröffentlichung überwiegen. Dies kann insbesondere dann der Fall sein, wenn

1. das Ergebnis oder der Gang laufender Verhandlungen über Geschäftsinhalte, die geeignet wären, im Fall ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis erheblich zu beeinflussen, von der Veröffentlichung wahrscheinlich erheblich beeinträchtigt würden und eine Veröffentlichung die Interessen der Anleger ernsthaft gefährden würde, oder
2. durch das Geschäftsleitungsorgan des Emittenten abgeschlossene Verträge oder andere getroffene Entscheidungen zusammen mit der Ankündigung bekannt gegeben werden müssten, dass die für die Wirksamkeit der Maßnahme erforderliche Zustimmung eines anderen Organs des Emittenten noch aussteht, und dies die sachgerechte Bewertung der Information durch das Publikum gefährden würde.

§ 7

Gewährleistung der Vertraulichkeit während der Befreiung von der Veröffentlichungspflicht

Während der Befreiung nach § 15 Abs. 3 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes hat der Emittent den Zugang zur Insiderinformation zu kontrollieren, indem er wirksame Vorkehrungen dafür trifft,

1. dass andere Personen als solche, deren Zugang zu Insiderinformationen für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben beim Emittenten unerlässlich ist, keinen Zugang zu dieser Information verlangen und
2. dass er die Information unverzüglich bekannt geben kann, wenn er nicht länger in der Lage ist, ihre Vertraulichkeit zu gewährleisten.

§ 8

Inhalt der Mitteilung

(1) In der Mitteilung nach § 15 Abs. 4 des Wertpapierhandelsgesetzes sind anzugeben:

1. der Wortlaut der vorgesehenen Veröffentlichung,
2. der vorgesehene Zeitpunkt der Veröffentlichung und
3. ein Ansprechpartner des Emittenten mit Rufnummer.

(2) Zusätzlich sind im Fall des § 15 Abs. 2 Satz 2 des Wertpapierhandelsgesetzes nur in der Mitteilung an die Bundesanstalt nach § 15 Abs. 4 Satz 1 Nr. 3 des Wertpapierhandelsgesetzes die Gründe der Veröffentlichung der unwahren Information darzulegen. § 4 Abs. 9 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes gilt entsprechend.

(3) Zusätzlich hat im Fall des § 15 Abs. 1 Satz 3 und 4 des Wertpapierhandelsgesetzes der Emittent nur in der Mitteilung an die Bundesanstalt nach § 15 Abs. 4 Satz 1 Nr. 3 des Wertpapierhandelsgesetzes anzugeben:

1. den Vor- und Familiennamen der Person, der die Insiderinformation mitgeteilt oder zugänglich gemacht worden ist,
2. ihre Geschäftsanschrift oder, falls eine solche nicht besteht, ihre Privatanschrift,
3. den Zeitpunkt der Informationspreisgabe sowie
4. im Fall des § 15 Abs. 1 Satz 4 des Wertpapierhandelsgesetzes die Umstände der unwissentlichen Informationspreisgabe.

§ 4 Abs. 9 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes gilt entsprechend.

(4) Die Angaben nach den Absätzen 2 und 3 können innerhalb von 14 Tagen nach der Veröffentlichung nachgereicht werden.

(5) Die Mitteilung an die Bundesanstalt nach § 15 Abs. 3 Satz 4 des Wertpapierhandelsgesetzes hat zu enthalten:

1. die Gründe für die Befreiung von der Pflicht zur Veröffentlichung sowie
2. die Angabe
 - a) des Zeitpunktes der Entscheidung über den Aufschub der Veröffentlichung, der späteren Termine, an denen der Fortbestand der Gründe überprüft wurde, und des Zeitpunktes der Entscheidung über die nunmehr vorzunehmende Mitteilung und Veröffentlichung sowie
 - b) der Vor- und Familiennamen sowie der Geschäftsanschriften und Rufnummern aller Personen, die an der Entscheidung über die Befreiung beteiligt waren.

§ 9

Form der Mitteilungen

(1) Mitteilungen nach § 8 sind schriftlich mittels Telefax zu übersenden. Auf Verlangen der Bundesanstalt ist die eigenhändig unterschriebene Mitteilung auf dem Postweg nachzureichen. Gleiches kann auch die Geschäftsführung der organisierten Märkte im Sinn des § 15 Abs. 4 Satz 1 Nr. 1 und 2 des Wertpapierhandelsgesetzes verlangen, sofern sie nach diesen Vorschriften eine Mitteilung erhält.

(2) Die Bundesanstalt kann die Möglichkeit eröffnen, die Mitteilungen nach § 8 im Wege der Datenfernübertragung zu übersenden, sofern dem jeweiligen Stand der Technik entsprechende Maßnahmen zur Sicherstellung von Datenschutz und Datensicherheit getroffen werden, die insbesondere die Vertraulichkeit und Unversehrtheit der Daten gewährleisten, und sofern im Fall der Nutzung allgemein zugänglicher Netze dem jeweiligen Stand der Technik entsprechende Verschlüsselungsverfahren angewendet werden.

Abschnitt 4 Veröffentlichung und Mitteilung von Geschäften

§ 10

Inhalt der Mitteilung

Die Mitteilung nach § 15a Abs. 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes an den Emittenten und die Bundesanstalt über eigene Geschäfte hat zu enthalten:

1. die deutlich hervorgehobene Überschrift „Mitteilung über Geschäfte von Führungspersonen nach § 15a WpHG“,
2. zur mitteilungspflichtigen Person
 - a) ihren Vor- und Familiennamen oder bei juristischen Personen ihren Namen,
 - b) ihre Geschäftsanschrift,
 - c) ihre Rufnummer oder die eines Ansprechpartners,
 - d) bei natürlichen Personen den Tag ihrer Geburt und, sofern eine Geschäftsanschrift nicht besteht, die Privatanschrift,
3. den Namen und die Anschrift des Emittenten,
4. eine jeweils in einem Schlagwort zu formulierende Beschreibung
 - a) der Position und des Aufgabenbereichs der Person mit Führungsaufgaben bei dem Emittenten und
 - b) im Fall des § 15a Abs. 1 Satz 2 des Wertpapierhandelsgesetzes zusätzlich der engen Beziehung der mitteilungspflichtigen Person zur Person mit Führungsaufgaben,
5. eine genaue Bezeichnung des Finanzinstruments, mit dem das Geschäft getätigt worden ist, einschließlich der internationalen Wertpapierkennnummer und
6. eine genaue Beschreibung des Geschäfts mit Angaben zu
 - a) Art des Geschäfts, insbesondere ob es sich um einen Kauf oder Verkauf handelt,
 - b) Datum und Ort des Geschäftsabschlusses,
 - c) Preis, Währung, Stückzahl und Geschäftsvolumen sowie
 - d) Basisinstrument, Basispreis, Preismultiplikator und Fälligkeit bei Geschäften in Derivaten.

§ 11

Form der Mitteilung

(1) Mitteilungen nach § 15a Abs. 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes sind schriftlich zu übersenden. Im Fall der Übersendung einer Mitteilung mittels Telefax ist auf Verlangen der Bundesanstalt die eigenhändig unterschriebene Anzeige auf dem Postweg nachzureichen.

(2) Die Bundesanstalt kann die Möglichkeit eröffnen, die Mitteilungen nach § 15a des Wertpapierhandelsgesetzes im Wege der Datenfernübertragung zu übersenden, sofern dem jeweiligen Stand der Technik entsprechende Maßnahmen zur Sicherstellung von Datenschutz und Datensicherheit getroffen werden, die insbesondere die Vertraulichkeit und Unversehrtheit der Daten gewährleisten, und sofern im Fall der Nutzung allgemein zugänglicher Netze dem jeweiligen Stand der Technik entsprechende Verschlüsselungsverfahren angewendet werden.

§ 12

Inhalt der Veröffentlichung

Die Veröffentlichung nach § 15a Abs. 4 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes hat zu enthalten

1. die deutlich hervorgehobene Überschrift „Mitteilung über Geschäfte von Führungspersonen nach § 15a WpHG“,
2. den Vor- und Familiennamen der mitteilungspflichtigen Person,
3. den Namen und die Anschrift des Emittenten,
4. die Angabe, ob der Mitteilende Führungsaufgaben bei dem Emittenten wahrnimmt oder eine Person ist, die mit einer solchen Person nach § 15a Abs. 3 des Wertpapierhandelsgesetzes in einer engen Beziehung steht,
5. eine jeweils in einem Schlagwort zu formulierende Beschreibung der Position und des Aufgabenbereichs der Person mit Führungsaufgaben und
6. die Angaben nach § 10 Nr. 5 und 6.

§ 13

Art der Veröffentlichung

(1) Die Veröffentlichung hat in deutscher Sprache im Internet unter der Adresse des Emittenten für die Dauer von mindestens einem Monat zu erfolgen, wobei die Hauptseite einen deutlich erkennbaren Hinweis auf eine Seite mit Informationen für Anleger zu enthalten hat, unter welcher die Veröffentlichung leicht aufzufinden sein muss. Die Bundesanstalt kann eine zusätzliche Veröffentlichung im Internet unter ihrer Adresse vornehmen. Hat der Emittent keine Adresse im Internet, ist die Veröffentlichung in der Ausgabe eines überregionalen Börsenpflichtblattes vorzunehmen, die nicht später als drei Werktage nach Zugang der Mitteilung beim Emittenten erscheint. Eine zeitgleiche Fassung in englischer Sprache ist gestattet. Die Bundesanstalt kann gestatten, dass Emittenten mit Sitz im Ausland die Veröffentlichung ausschließlich in englischer Sprache vornehmen, wenn dadurch eine ausreichende Unterrichtung der Öffentlichkeit nicht gefährdet erscheint.

(2) Die Übersendung der Veröffentlichung nach § 15a Abs. 4 Satz 2 des Wertpapierhandelsgesetzes hat schriftlich oder elektronisch an die Bundesanstalt zu erfolgen. Es muss der Zeitpunkt der Veröffentlichung erkennbar sein.

Abschnitt 5 Insiderverzeichnis

§ 14

Inhalt des Verzeichnisses

Das Verzeichnis nach § 15b Abs. 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes hat zu enthalten:

1. die deutliche hervorgehobene Überschrift „Insiderverzeichnis nach § 15b WpHG“,
2. den Namen des nach § 15b Abs. 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes zur Führung des Insiderverzeichnisses Verpflichteten und der von ihm mit der Führung des Insiderverzeichnisses beauftragten Personen, bei natürlichen Personen den Vor- und Familiennamen,
3. zu den in das Insiderverzeichnis aufzunehmenden Personen jeweils
 - a) ihren Vor- und Familiennamen,
 - b) Tag und Ort ihrer Geburt sowie
 - c) ihre Privat- und Geschäftsanschrift,
4. den Grund für die Erfassung dieser Personen im Verzeichnis sowie
5. das Datum, seit dem die jeweilige Person Zugang zu Insiderinformationen hat, und gegebenenfalls das Datum, seit dem der Zugang nicht mehr besteht, und
6. das Datum der Erstellung sowie gegebenenfalls der letzten Aktualisierung des Verzeichnisses.

Die Angaben zu Satz 1 Nr. 3 Buchstabe b und c können durch eine Bezugnahme auf ein anderes Verzeichnis ersetzt werden, das diese Daten enthält. Sie müssen jederzeit unverzüglich im Insiderverzeichnis ergänzt werden können. Wird das Insiderverzeichnis auf Anforderung an die Bundesanstalt übermittelt, muss es diese Angaben enthalten.

Berlin, den 13. Dezember 2004

Der Bundesminister der Finanzen

Hans Eichel

§ 15

Berichtigung

Das Verzeichnis ist unverzüglich zu aktualisieren, wenn es unrichtig geworden ist. Dies gilt insbesondere, wenn

1. sich der Grund für die Erfassung bereits erfasster Personen ändert,
2. neue Personen zum Verzeichnis hinzuzufügen sind oder
3. im Verzeichnis erfasste Personen keinen Zugang zu Insiderinformationen mehr haben.

§ 16

Aufbewahrung und Vernichtung

(1) Es muss sichergestellt sein, dass die Daten des Verzeichnisses jederzeit verfügbar sind und innerhalb angemessener Frist lesbar gemacht werden können. Für die Aufbewahrung gilt § 257 Abs. 3 und 5 des Handelsgesetzbuchs entsprechend. Das Verzeichnis darf nicht veröffentlicht werden und ist so zu verwahren, dass nur die im Unternehmen für die Führung des Verzeichnisses verantwortlichen, die mit der Führung des Verzeichnisses beauftragten und die aufgrund ihres Berufs einer gesetzlichen Verschwiegenheitspflicht unterliegenden Personen Zugang haben.

(2) Die Daten sind nach ihrer Erstellung sechs Jahre so aufzubewahren, dass jederzeit für einen beliebigen Zeitraum in den letzten sechs Jahren nachgewiesen werden kann, welche Personen Zugang zu Insiderinformationen hatten. Diese Frist beginnt für jeden aktualisierten Datensatz neu. Nach Fristablauf sind die Daten zu löschen.

Abschnitt 6

Inkrafttreten

§ 17

Inkrafttreten

Diese Verordnung tritt am Tag nach der Verkündung in Kraft.

Anhang IV

Verordnung MaKonV

**Verordnung
zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation
(Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung – MaKonV)**

Vom 1. März 2005

Auf Grund des § 20a Abs. 5 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes, der durch Artikel 1 Nr. 7 des Gesetzes vom 28. Oktober 2004 (BGBl. I S. 2630) neu gefasst worden ist, verordnet das Bundesministerium der Finanzen:

Teil 1

Anwendungsbereich

§ 1

Anwendungsbereich

Die Vorschriften dieser Verordnung sind anzuwenden auf

1. die Bestimmung von Umständen, die für die Bewertung von Finanzinstrumenten im Sinne des § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 des Wertpapierhandelsgesetzes erheblich sind,
2. die Bestimmung falscher oder irreführender Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten sowie des Vorliegens eines künstlichen Preisniveaus im Sinne des § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes,
3. die Feststellung des Vorliegens sonstiger Täuschungshandlungen im Sinne des § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 des Wertpapierhandelsgesetzes,
4. die Bestimmung von Handlungen, die in keinem Fall einen Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation nach § 20a Abs. 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes darstellen, und
5. die Bestimmung von Handlungen, die als zulässige Marktpraxis gelten, und das Verfahren zur Anerkennung einer zulässigen Marktpraxis im Sinne des § 20a Abs. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes.

Teil 2

Bewertungserhebliche Umstände, falsche oder irreführende Signale oder künstliches Preisniveau und sonstige Täuschungshandlungen

§ 2

Bewertungserhebliche Umstände

(1) Bewertungserhebliche Umstände im Sinne des § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 des Wertpapierhandelsgesetzes sind Tatsachen und Werturteile, die ein verständiger Anleger bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigt

würde. Als bewertungserhebliche Umstände gelten auch solche, bei denen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft eintreten werden.

(2) Insiderinformationen, die nach § 15 Abs. 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes, sowie Entscheidungen und Kontrollerwerbe, die nach § 10 oder § 35 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes zu veröffentlichten sind, sind regelmäßig bewertungserhebliche Umstände im Sinne des Absatzes 1.

(3) Bewertungserhebliche Umstände im Sinne des Absatzes 1 sind insbesondere:

1. bedeutende Kooperationen, der Erwerb oder die Veräußerung von wesentlichen Beteiligungen sowie der Abschluss, die Änderung oder die Kündigung von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen und sonstigen bedeutenden Vertragsverhältnissen;
2. Liquiditätsprobleme, Überschuldung oder Verlustanzeige nach § 92 des Aktiengesetzes;
3. bedeutende Erfindungen, die Erteilung oder der Verlust bedeutender Patente und Gewährung wichtiger Lizenzen;
4. Rechtsstreitigkeiten und Kartellverfahren von besonderer Bedeutung;
5. Veränderungen in personellen Schlüsselpositionen des Unternehmens;
6. strategische Unternehmensentscheidungen, insbesondere der Rückzug aus oder die Aufnahme von neuen Kerngeschäftsfeldern oder die Neuausrichtung des Geschäfts.

(4) Bewertungserhebliche Umstände im Sinne des Absatzes 1 können insbesondere auch sein:

1. Änderungen in den Jahresabschlüssen und Zwischenberichten und den hieraus üblicherweise abgeleiteten Unternehmenskennzahlen;
2. Änderungen der Ausschüttungen, insbesondere Sonderausschüttungen, eine Dividendenänderung oder die Aussetzung der Dividende;
3. Übernahme-, Erwerbs- und Abfindungsangebote, soweit nicht von Absatz 2 erfasst;
4. Kapital- und Finanzierungsmaßnahmen.

§ 3

Falsche oder irreführende
Signale oder künstliches Preisniveau

(1) Anzeichen für falsche oder irreführende Signale oder die Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus im

Sinne des § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes können insbesondere auf Finanzinstrumente bezogene

1. Geschäfte oder Kauf- oder Verkaufsaufträge sein,
 - a) die an einem Markt einen bedeutenden Anteil am Tagesgeschäftsvolumen dieser Finanzinstrumente ausmachen, insbesondere wenn sie eine erhebliche Preisänderung bewirken;
 - b) durch die Personen erhebliche Preisänderungen bei Finanzinstrumenten, von denen sie bedeutende Kauf- oder Verkaufspositionen innehaben, oder bei sich darauf beziehenden Derivaten oder Basiswerten bewirken;
 - c) mit denen innerhalb kurzer Zeit Positionen umgekehrt werden und die an einem Markt einen bedeutenden Anteil am Tagesgeschäftsvolumen dieser Finanzinstrumente ausmachen und die mit einer erheblichen Preisänderung im Zusammenhang stehen könnten;
 - d) die durch ihre Häufung innerhalb eines kurzen Abschnitts des Börsentages eine erhebliche Preisänderung bewirken, auf die eine gegenläufige Preisänderung folgt;
 - e) die nahe zu dem Zeitpunkt der Feststellung eines bestimmten Preises, der als Referenzpreis für ein Finanzinstrument oder andere Vermögenswerte dient, erfolgen und mittels Einwirkung auf diesen Referenzpreis den Preis oder die Bewertung des Finanzinstruments oder des Vermögenswertes beeinflussen;
2. Kauf- oder Verkaufsaufträge sein, die auf die den Marktteilnehmern ersichtliche Orderlage, insbesondere auf die zur Kenntnis gegebenen Preise der am höchsten limitierten Kaufaufträge oder der am niedrigsten limitierten Verkaufsaufträge, einwirken und vor der Ausführung zurückgenommen werden;
3. Geschäfte sein, die zu keinem Wechsel des wirtschaftlichen Eigentümers eines Finanzinstruments führen.

(2) Irreführende Signale im Sinne des § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes werden insbesondere auch durch Geschäfte oder einzelne Kauf- oder Verkaufsaufträge über Finanzinstrumente gegeben,

1. die geeignet sind, über Angebot oder Nachfrage bei einem Finanzinstrument im Zeitpunkt der Feststellung eines bestimmten Börsen- oder Marktpreises, der als Referenzpreis für ein Finanzinstrument oder andere Produkte dient, zu täuschen, insbesondere wenn durch den Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten bei Börsenschluss Anleger, die aufgrund des festgestellten Schlusspreises Aufträge erteilen, über die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse getäuscht werden,
2. die zu im Wesentlichen gleichen Stückzahlen und Preisen von verschiedenen Parteien, die sich abgesprochen haben, erteilt werden, es sei denn, diese Geschäfte wurden im Einklang mit den jeweiligen Marktbestimmungen rechtzeitig angekündigt, oder
3. die den unzutreffenden Eindruck wirtschaftlich begründeter Umsätze erwecken.

§ 4

Sonstige Täuschungshandlungen

(1) Sonstige Täuschungshandlungen im Sinne des § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 des Wertpapierhandelsgesetzes sind Handlungen oder Unterlassungen, die geeignet sind, einen verständigen Anleger über die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse, insbesondere Angebot und Nachfrage in Bezug auf ein Finanzinstrument, an einer Börse oder einem Markt in die Irre zu führen und den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments oder den Preis eines Finanzinstruments an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum hoch- oder herunterzutreiben oder beizubehalten.

(2) Anzeichen für sonstige Täuschungshandlungen sind auch Geschäfte oder einzelne Kauf- oder Verkaufsaufträge, bei denen die Vertragspartner oder Auftraggeber oder mit diesen in enger Beziehung stehende Personen vorab oder im Nachhinein

1. unrichtige oder irreführende Informationen weitergeben oder
 2. unrichtige, fehlerhafte, verzerrende oder wirtschaftlichen Interessen beeinflusste Finanzanalysen oder Anlageempfehlungen erstellen oder weitergeben.
- (3) Sonstige Täuschungshandlungen sind insbesondere auch

1. die Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung über das Angebot von oder die Nachfrage nach Finanzinstrumenten durch eine Person oder mehrere in Absprache handelnde Personen mit der Folge, dass unmittelbar oder mittelbar Ankaufs- oder Verkaufspreise dieser Finanzinstrumente bestimmt oder nicht marktgerechte Handelsbedingungen geschaffen werden;
2. die Nutzung eines gelegentlichen oder regelmäßigen Zugangs zu traditionellen oder elektronischen Medien durch Kundgabe einer Stellungnahme oder eines Gerüchtes zu einem Finanzinstrument oder dessen Emittenten, nachdem Positionen über dieses Finanzinstrument eingegangen worden sind, ohne dass dieser Interessenkonflikt zugleich mit der Kundgabe in angemessener und wirksamer Weise offenbart wird.

Teil 3

Handlungen,

die in keinem Fall einen Verstoß gegen
das Verbot der Marktmanipulation darstellen

§ 5

Handlungen im
Einklang mit europäischem Recht

Der Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen sowie Maßnahmen zur Stabilisierung des Preises von Finanzinstrumenten nach § 20a Abs. 3 des Wertpapierhandelsgesetzes in Verbindung mit der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates

– Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen (ABl. EU Nr. L 336 S. 33) stellen in keinem Fall einen Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation dar.

§ 6

Anerkennung ausländischer Stabilisierungsregeln

Zulässig sind auch im Ausland getätigte Maßnahmen zur Stabilisierung des Preises von Finanzinstrumenten, die nicht zum Handel an einem organisierten Markt in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zugelassen sind und für die eine solche Zulassung nicht beantragt ist, wenn sie den Anforderungen der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 genügen oder im Rahmen der an den betreffenden ausländischen Märkten bestehenden Regeln über zulässige Stabilisierungsmaßnahmen getätigt werden, sofern diese Regeln den Regeln dieser Verordnung gleichwertig sind.

Teil 4

Zulässige Marktpraxis

§ 7

Verfahren zur Anerkennung einer zulässigen Marktpraxis

(1) Erhält die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bundesanstalt) im Rahmen ihrer Aufsichtstätigkeit Kenntnis von einer Gepflogenheit, die geeignet sein könnte, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen, so entscheidet sie über die Anerkennung dieser Gepflogenheit als eine zulässige Marktpraxis im Sinne des § 20a Abs. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes nach Maßgabe des Absatzes 2 und der §§ 8 und 9. Sie überprüft die zulässige Marktpraxis regelmäßig und berücksichtigt dabei insbesondere wesentliche Änderungen des Marktes, wie geänderte Handelsregeln oder eine Änderung der Infrastruktur des Marktes. Sie kann die Anerkennung mit Wirkung für die Zukunft ändern oder widerrufen. Für die Änderung oder den Widerruf gelten die §§ 8 und 9 entsprechend.

(2) Würde bereits ein Verfahren wegen des Verdachts auf Marktmanipulation eingeleitet, so kann die Bundesanstalt für den Einzelfall bei besonderer Eilbedürftigkeit ohne die in § 9 vorgesehene Beteiligung von Marktteilnehmern, anderen Behörden und zuständigen ausländischen Stellen nur nach Maßgabe des § 8 Abs. 1 entscheiden. Die Beteiligung von Marktteilnehmern, anderen Behörden und zuständigen ausländischen Stellen nach § 9 sowie gegebenenfalls die Bekanntgabe der Anerkennung nach § 10 sind nachzuholen. Die Befugnisse der Staatsanwaltschaft bleiben unberührt.

§ 8

Kriterien

(1) Bei der Anerkennung von Gepflogenheiten als zulässige Marktpraxis im Sinne des § 20a Abs. 2 Satz 2 des Wertpapierhandelsgesetzes berücksichtigt die Bundesanstalt insbesondere, ob die Gepflogenheit

1. für den gesamten Markt hinreichend transparent ist,
2. die Liquidität und Leistungsfähigkeit des Marktes beeinträchtigt,
3. das Funktionieren der Marktkräfte und das freie Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage unter Berücksichtigung wesentlicher Parameter, insbesondere der Marktbedingungen vor Einführung der Marktpraxis, des gewichteten Durchschnittskurses eines Handelstages und der täglichen Schlussnotierung, beeinträchtigt,
4. mit dem Handelsmechanismus auf dem Markt vereinbar ist und den anderen Marktteilnehmern eine angemessene und rechtzeitige Reaktion erlaubt,
5. den Strukturmerkmalen des Marktes, insbesondere dessen Regulierung und Überwachung, den gehandelten Finanzinstrumenten und der Art der Marktteilnehmer gerecht wird und
6. die Integrität anderer Märkte, auf denen dasselbe Finanzinstrument gehandelt wird, gefährdet.

(2) Die Bundesanstalt berücksichtigt die Erkenntnisse anderer inländischer Behörden sowie zuständiger Stellen anderer Mitgliedstaaten der Europäischen Union und anderer Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum aus Ermittlungstätigkeiten im Zusammenhang mit der betreffenden Marktpraxis, insbesondere zur Vereinbarkeit der Gepflogenheit mit Marktmissbrauchsrecht und den Verhaltensregeln des betreffenden Marktes oder mit diesem in Beziehung stehenden Märkten innerhalb der Europäischen Union und dem Europäischen Wirtschaftsraum.

§ 9

Beteiligung von Marktteilnehmern, Behörden und ausländischen Stellen

(1) Soweit für eine sachgerechte Entscheidung erforderlich, sind vor der Anerkennung einer zulässigen Marktpraxis Spitzenverbände der betroffenen Wirtschaftskreise, insbesondere der Emittenten und der Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Betreiber von Märkten, auf denen Finanzinstrumente gehandelt werden, Verbraucherverbände oder Behörden, deren Aufgabenbereiche von der Anerkennung der Marktpraxis berührt werden, anzuhören. Zuständige Stellen anderer Mitgliedstaaten der Europäischen Union und anderer Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum, die den Handel mit Finanzinstrumenten überwachen, sollen angehört werden, insbesondere wenn sie für die Überwachung von mit dem jeweiligen Markt vergleichbaren Märkten zuständig sind.

(2) Die Bundesanstalt setzt eine angemessene Frist für die Abgabe von Stellungnahmen nach Absatz 1. Fristgemäß abgegebene Stellungnahmen werden bei der Entscheidung über die Anerkennung berücksichtigt.

§ 10

Bekanntgabe

(1) Die Bundesanstalt gibt die Anerkennung einer zulässigen Marktpraxis durch Veröffentlichung im elektronischen Bundesanzeiger und auf ihrer Website be-

kannt. In der Bekanntgabe beschreibt sie das Verhalten, welches die zulässige Marktpraxis kennzeichnet, und nennt die der Anerkennung zugrunde liegenden Erwägungen. Abweichungen von der zulässigen Marktpraxis auf anderen, mit dem jeweiligen Markt vergleichbaren Märkten, sind gesondert zu begründen.

(2) Die Bundesanstalt übermittelt die Bekanntgabe nach Absatz 1 unverzüglich dem Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden zum Zweck der Veröffentlichung auf dessen Website.

Teil 5 Schlussvorschriften

§ 11

Inkrafttreten, Außerkrafttreten

Diese Verordnung tritt am Tag nach der Verkündung in Kraft. Gleichzeitig tritt die Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation vom 18. November 2003 (BGBl. I S. 2300) außer Kraft.

Der Bundesrat hat zugestimmt.

Berlin, den 1. März 2005

Der Bundesminister der Finanzen

Hans Eichel

Zum Autor

JENS WOLFRAM, Jahrgang 1969, begann 1998 bei Coopers & Lybrand (C&L) als auf Kapitalmarktrecht spezialisierter Rechtsanwalt seine berufliche Laufbahn. Die Schwerpunkte liegen seit dem in der Praxis der Kapitalmarktregulierung für deutsche Emittenten. Nach dem Merger mit Price Waterhouse leitete er als verantwortlicher Manager bis 2003 das Corporate Governance Kompetenzcenter und das Compliance Management für PricewaterhouseCoopers (PwC) in Deutschland. Seit 2003 berät er in eigener Wirtschaftskanzlei Emittenten zu Fragen der Corporate Governance und des Compliance Managements.



In den 90er Jahren arbeitete Jens Wolfram wissenschaftlich zum Kapitalgesellschaftsrecht und Rechtsvergleichend zum US-Recht unter anderem mit Studien am Max-Planck-Institut für Internationales Recht. Er promovierte zur US-amerikanischen und deutschen Board-Struktur.

Der Autor hat neben zahlreichen Fachartikeln verschiedene Publikationen zum Kapitalmarkt für Wirtschaftsverbände der Industrie herausgebracht.

Internet: www.drjw.de



Deutscher
Investor Relations
Verband e.V.

Wer wir sind

Der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V. ist der deutsche Berufsverband für professionelle Investor Relations. Mit über 200 Mitgliedern setzt der DIRK die Standards für die Kommunikation zwischen Unternehmen und dem Kapitalmarkt.

Die Bandbreite der im DIRK organisierten Unternehmen umfasst sämtliche DAX-Werte sowie das Gros der im MDAX, SDAX und TecDAX gelisteten Aktiengesellschaften bis hin zu kleinen Unternehmen im General Standard. Eine zunehmende Rolle spielen zudem nicht börsennotierte Mitglieder, die den Gang an die Börse noch vor sich haben oder Fremdkapitalinstrumente emittieren.

Im Jahr 1994 gegründet verfügt der DIRK heute über eine professionelle Organisation mit ständiger Geschäftsstelle und regionalen Treffpunkten. Unseren Mitgliedern bieten wir aktive fachliche Unterstützung und fördern den regelmäßigen Austausch untereinander sowie mit Investor-Relations-Fachleuten aus aller Welt. Darüber hinaus setzen wir uns für die Aus- und Weiterbildung des Investor-Relations-Nachwuchses in Deutschland ein.

Was wir tun

Das Ziel, eine effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt zu erreichen, verfolgt der DIRK, indem er

- die Professionalisierung der Investor Relations weiter vorantreibt
- die gemeinsamen Interessen der Mitglieder im Dialog mit allen Interessengruppen und Institutionen des Kapitalmarktes, der Politik und der Öffentlichkeit aktiv vertritt
- seine Mitglieder mit Expertise aus den eigenen Reihen und durch Kontakte zu kompetenten Partnern unterstützt
- den regelmäßigen Erfahrungs- und Informations-Austausch unter den Mitgliedern und mit IR-Verantwortlichen in aller Welt fördert
- sich als maßgebliche Instanz für Aus- und Weiterbildung des Investor Relations-Nachwuchses in Deutschland positioniert
- die wissenschaftliche Begleitung des Berufsfeldes fördert und betreibt

Was wir bieten

Der DIRK bietet seinen Mitgliedern eine Vielzahl an hochkarätigen Veranstaltungen, Diskussionsforen, Publikationen und Weiterbildungsmöglichkeiten.

- Jährliche DIRK-Konferenz mit Top Keynote Sprechern, Panels, Workshops, Fachmesse, IR-Preisverleihung und Gala-Dinner
- Halbjährliche Mitgliederversammlungen
- Regelmäßige regionale Stammtische
- CIRO – Certified Investor Relations Officer: Erster und einziger funktionsspezifischer Studiengang für IR-Mitarbeiter
- Enge Zusammenarbeit und regelmäßiger Austausch mit kapitalmarktrelevanten Institutionen
- DIRK-Forschungsreihe: Veröffentlichung interessanter Forschungsarbeiten im IR-Bereich

- IR-Stimmungsbarometer
- Stellungnahmen und Vertretung der Mitgliederinteressen in diversen Fachgremien
- DIRK-Website www.dirk.org
- HIRE – Hire Investor Relations Experts: Stellenbörse zur Vermittlung von IR-Stellen und Praktika

Weitere Informationen

*DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.
Baumwall 7 (Überseehaus)
20459 Hamburg*

*Tel.: +49 (0) 40 - 4 13 63 96 - 0
Fax: +49 (0) 40 - 4 13 63 96 - 9
E-Mail: info@dirk.org*

Website: www.dirk.org



Das Weiterbildungsprogramm des DIRK

Vor dem Hintergrund der ständig steigenden Anforderungen seitens des Kapitalmarktes wird eine alle Aspekte der IR-Arbeit umfassende Weiterbildung bereits seit längerer Zeit gefordert. Der DIRK hat sich dieser Aufgabe angenommen und bietet mit dem CIRO (Certified Investor Relations Officer) ein umfassendes funktionsspezifisches Weiterbildungsprogramm an.

Das Studium ist modular aufgebaut und deckt in fünf aufeinander abgestimmten Teilen vor allem die Breite und Vielschichtigkeit der Aufgaben eines IR-Managers ab. Unter der Devise „IR von A bis Z“ werden Zusammenhänge zwischen den einzelnen Themengebieten vermittelt.

Die Wissens- und Stoffvermittlung erfolgt in Form von drei sich ergänzenden Lehrmethoden. Das Selbststudium mittels Studienbriefen wird unterstützt durch Online-Tutoring. Abgerundet wird jedes Modul durch eine zweitägige Präsenzveranstaltung, wobei diese nicht lediglich dem Wiederholen der Studienbriefinhalte, sondern insbesondere auch der Vertiefung und interaktiven Erarbeitung von besonders wichtigen Themengebieten dient.

Der vollständige CIRO-Studiengang dauert 6 Monate und kann berufsbegleitend absolviert werden, wobei die Kombination von „learning on the job“ und praxisbezogenem theoretischen Lernstoff in idealer Weise geeignet ist, die Breite des für erfolgreiche IR-Arbeit notwendigen Wissens direkt umsetzbar zu vermitteln.

Erfolgreich beendet wird der Studiengang seitens der Teilnehmer mit dem Bestehen einer anspruchsvollen schriftlichen und mündlichen Prüfung und darauf folgender CIRO-Zertifizierung.

Ziel des DIRK ist, mit dieser Zertifizierung einen Standard im Bereich der IR-Weiterbildung zu setzen.

Weitere Informationen unter **www.dirk.org**.



Independence Excellence Integrity

Die Kanzlei Dr. Wolfram ist seit 2003 auf den Gebieten Corporate Governance und Compliance Management als hoch spezialisierter unabhängiger Berater tätig. Unsere Beratungsdienstleistungen für DAX, MDAX und SmallCap-Unternehmen beinhalten die ständige Betreuung von Organen und einzelnen Organmitgliedern. In Rechts- und Praxisfragen international agierender Emittenten werden Lösungen für folgende Komplexe angeboten:

Compliance Management

Rechts- und Organisationsberatung für die Kapitalmarktregulierung

- Erfüllung der Management-Anforderungen zum WpHG: Ad hoc-Publizität, Insiderhandelsverbote, Directors' Dealings
- Einrichtung, Optimierung und Begleitung von Compliance Offices für international agierende Konzerne im In- und Ausland
- Schulungskurse und Materialien für Insider und Top-Executives

Corporate Governance

Rechts- und Organisationsberatung für die Optimierung der CG-Performance

- Funktionen des Aufsichtsrates und seiner Ausschüsse nach Best Practice, Sachverständige des Aufsichtsrates
- Unterstützung des Vorstandes im Ausbau seiner Leitungs- und Überwachungsfunktionen, sowie im Umgang mit Investoren
- Evaluationen im Konzern zu Führungsstrukturen bei Beteiligungen, Anpassung der Konzernstruktur an internationale Normen

Neben der Qualifikation und Berufserfahrung der eingesetzten Berater sind für Ihren Erfolg die effiziente Projekt- und Ressourcenplanung, das Kostencontrolling sowie eine konstruktive Mandatsbeziehung von entscheidender Bedeutung. Wir informieren Sie rechtzeitig über Entwicklungen in Gesetzgebung und Wirtschaftspolitik für Deutschland, Europa und die USA.

Kanzlei Dr. Wolfram

*Elbchaussee 353
D-22609 Hamburg*

Telefon: + 49-(0)40 / 8980 75-80

Telefax: + 49-(0)40 / 8980 75-81

Email: Info@drjw.de

Die DIRK-Forschungsreihe!



Noch nie hat das Investorenvertrauen so gelitten wie in der 2003 abgelaufenen Ära des Neuen Marktes. Krisenkommunikation beherrscht die Investor Relations-Bemühungen vieler Unternehmen nach Planverfehlungen, Skandalen, Insolvenzen und drei Baissejahren in Folge. Umso mehr lohnt eine wissenschaftliche Aufarbeitung

des Themas, um aus dieser ereignisreichen Epoche des deutschen Kapitalmarktes neue Erkenntnisse zu gewinnen. Lucy Brauns Arbeit „Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt“, erster Band der Forschungsreihe des Deutschen Investor Relations Verband (DIRK) e.V., stellt ausführlich dar, welche kommunikativen Möglichkeiten Investoren Relations-Verantwortlichen in der Krise zur Verfügung stehen, und reflektiert das Thema dabei eindrucksvoll anhand der spezifischen Besonderheiten des Neuen Marktes. Am Ende stehen ein komprimierter Überblick über das Spektrum der Anforderungen an effiziente Risiko- und Krisenkommunikation mit Investoren sowie empirisch abgeleitete Hypothesen für erfolgreiche Investor Relations im Krisenfall.

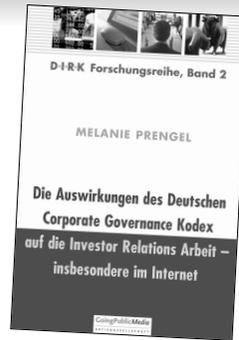
Lucy Braun: Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt, DIRK Forschungsreihe, Band 1, Februar 2003, broschiert, 21,80 Euro

Traditional finance theory assumes that investors are rational, markets are efficient and that prices reflect all available information and only change due to new information. However, the results of a survey conducted among IR managers show that a majority of companies can identify characteristics of irrational behaviour of investors. Behavioural finance (BF) tries to explain this irrational behaviour by use of psychological findings.

Currently, most investor relations managers do not actively incorporate behavioural finance in their investor relations approaches. This research project by Sonja Leise focuses on the question whether the knowledge of behavioural finance can help investor relations managers to approach their key investors more effectively. The author used se-

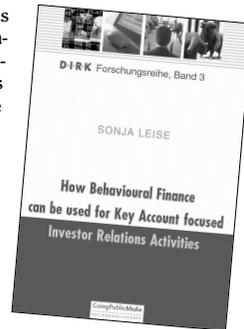
condary literature as well as primary research to draw interesting conclusions. Furthermore, investor relations and behavioural finance are defined and links between both topics are identified.

Sonja Leise: How Behavioural Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities, DIRK Forschungsreihe, Band 3, Juni 2004, 112 S., broschiert, 29,- Euro



Spätestens seit Inkrafttreten des Corporate Governance Kodex in seiner ersten Version am 26. Februar 2002 ist die Beschäftigung mit der Frage nach der konkreten Ausgestaltung der Corporate Governance im Unternehmen unausweichlich. Für Investor Relations-Verantwortliche stellt die Auseinandersetzung mit diesem Thema eine Herausforderung dar, bietet ihnen aber auch die Chance, die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt aktiv zu gestalten. Im zweiten Band aus der Forschungsreihe des Deutschen Investor Relations Verband (DIRK) e.V. werden die Regeln zur Unternehmensleitung und -kontrolle in einen größeren Kontext gestellt. Hierzu gehört nicht nur die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland mit Gesetzesreformen und privaten Regelwerken, sondern auch ein Vergleich mit Regelwerken anderer Länder, insbesondere den USA. Aufbauend hierauf werden Handlungsempfehlungen und Anregungen zur Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex gegeben. Die Ausführungen zu organisatorischen und kommunikativen Anforderungen an die Investor Relations Arbeit, insbesondere auch im Internet, sollen den verantwortlichen Investor Relations Managern als Impuls und Denkanstoß für die Umsetzung in der Praxis dienen.

Melanie Pregel: Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Investor Relations Arbeit – insbesondere im Internet, DIRK Forschungsreihe, Band 2, September 2003, broschiert, 29,- Euro



Investor Relations als proaktive Finanzkommunikation mit den Eigenkapitalgebern haben sich in den zurückliegenden Jahren zu einem unverzichtbaren Teil der Unternehmenskommunikation entwickelt. Doch nur wenige Unternehmen betrachten ihre Aktie als eigenes Markensystem. Dabei bietet Sharebranding, definiert als das aktive Management der Aktie als Marke, grundsätzlich die Möglichkeit, Anteilsscheinen Individualität zu verleihen und sie mit einem positiven Image zu versehen. Studien belegen, dass Aktien starker Unternehmensmarken eine bessere Performance erzielen als die unbekannter Firmen mit vergleichbaren Fundamentaldaten. Das Erfolgspotential der Marken läßt deshalb die Überlegung zu, auch Aktien als Markenartikel zu führen. Margit Wendling untersucht mit ihrer Forschungsarbeit, gleichzeitig Band 4 der Forschungsreihe des Deutschen Investor Relations Verband (DIRK), welchen Einfluß neben den fundamentalen Unternehmensdaten auch qualitative Faktoren, darunter insbesondere die Marke, auf Aktieninvestments haben. Die daraus resultierenden Möglichkeiten und Grenzen für das Aktienmarketing, unterstützt durch Ergebnisse einer empirischen Befragung von IR-Managern und Analysten, sollen Hinweise darauf liefern, ob sich Unternehmen und IR-Abteilungen der neuen Herausforderung des Sharebranding stellen müssen und wie sich Nutzen, Funktionen und Strategien der Markenführung auf das Produkt Aktie übertragen lassen.

Margit Wendling: Die Aktie als Marke – Implikationen auf die entscheidungsrelevanten Faktoren bei Aktieninvestments, DIRK Forschungsreihe, Band 4, Februar 2005, broschiert, 29,- Euro

JA, Bestellcoupon
ICH BESTELLE ZZGL. 3,50 EURO VERSANDKOSTEN

FAX-ORDER
08171-419656

www.goingpublic.de/buecher

- LUCY BRAUN**
Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt
DIRK Forschungsreihe, Band 1, 21,80 Euro
- MELANIE PREGEL**
Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Investor Relations Arbeit – insbesondere im Internet
DIRK Forschungsreihe, Band 2, 29,- Euro
- SONJA LEISE**
How Behavioural Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities
DIRK Forschungsreihe, Band 3, 29,- Euro
- MARGIT WENDLING**
Die Aktie als Marke – Implikationen auf die entscheidungsrelevanten Faktoren bei Aktieninvestments
DIRK Forschungsreihe, Band 4, 29,- Euro

Name/Vorname

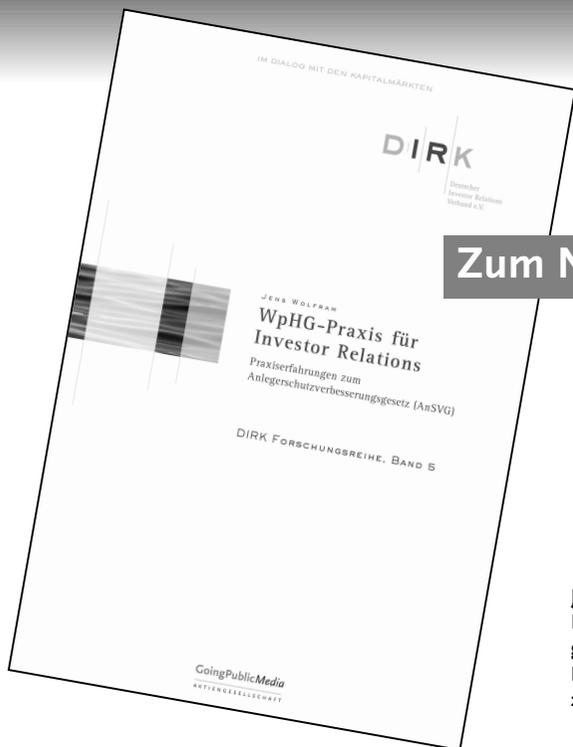
Straße/Hausnummer

Postleitzahl/Ort

Datum/Unterschrift

Bitte Coupon einsenden an:
GoingPublic Media AG
Bahnhofstraße 26, 82515 Wolfratshausen
Tel. 08171-419650, Fax 08171-419656
eMail: buecher@goingpublic.de
www.goingpublic.de/buecher

Die DIRK-Forschungsreihe!



Zum Nachbestellen!

Jens Wolfram: WpHG-Praxis für Investor Relations – Praxiserfahrungen zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG), DIRK Forschungsreihe, Band 5, Oktober 2005, broschiert, 39,- Euro

JA, Bestellcoupon
ICH BESTELLE ZZGL. 3,50 EURO VERSANDKOSTEN

FAX-ORDER
08171-419656

www.goingpublic.de/buecher

JENS WOLFRAM
*WpHG-Praxis für Investor Relations –
Praxiserfahrungen zum Anlegerschutz-
verbesserungs-gesetz (AnSVG)*
DIRK Forschungsreihe, Band 5, 39,- Euro

Name/Vorname

Straße/Hausnummer

Postleitzahl/Ort

Datum/Unterschrift

Bitte Coupon einsenden an:
GoingPublic Media AG
Bahnhofstraße 26, 82515 Wolfratshausen
Tel. 08171-419650, Fax 08171-419656
eMail: buecher@goingpublic.de
www.goingpublic.de/buecher