



# DER AUFSICHTSRAT

Datum: 05.2005

Seite: 03.04

Beitrag

03

Maximilian Fischer<sup>\*)</sup>

## Verstärkter Anlegerschutz: Herausforderung für den Aufsichtsrat?

Am 30. 10. 2004 ist das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) in Kraft getreten und mit ihm zahlreiche Neuerungen zu Fragen des Insiderrechts. Zwar sind inzwischen auch die entsprechenden Rechtsverordnungen in Kraft, doch fehlt es vielen Emittenten von Wertpapieren häufig noch am Know-how bzw. den notwendigen Strukturen. Ein Leitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) liegt bisher nur als Entwurf vor. Im Hinblick auf eine gute Corporate Governance ist es auch für den Aufsichtsrat von großem Interesse, welche neuen Regelungen beachtet werden müssen, und wie dies im Unternehmen sichergestellt werden kann.

### I. Insiderinformation und Insidergeschäfte

Durch die Bestimmungen des AnSVG wird vorrangig eine Richtlinie der Europäischen Union über Insidergeschäfte und Marktmanipulation umgesetzt. Dadurch werden zwar die Transparenz- und Publizitätspflichten für die Unternehmen erhöht. Dies dient aber weniger einer verbesserten Information der Anleger als vielmehr der Vorbeugung und Bekämpfung von Insiderverhalten.

Im Zentrum der Neuregelungen steht die Insiderinformation, die den bisherigen Begriff der Insiderinformation ablöst. Die Insiderinformation wird definiert als 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 Fall ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen. Von einer erheblichen Kursbeeinflussung wird regelmäßig dann ausgegangen, wenn ein so genannter verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde. Der Begriff der Insiderinformation ist damit deutlich weiter gefasst als der alte Begriff der Insiderinformation und betrifft auch Prognosen, Pläne und zukünftige Ereignisse, deren Eintreten hinreichend wahrscheinlich ist.

Weiterhin gilt das Verbot des Insiderhandels, wonach es jedem, der über eine Insiderinformation verfügt, verboten ist, unter Verwendung einer Insiderinformation Insiderpapiere zu erwerben oder zu veräußern, die Information unbefugt anderen mitzuteilen oder zugänglich zu machen sowie anderen solche Geschäfte zu empfehlen oder sie auf sonstige Weise dazu zu verleiten. Die frühere Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärinsidern ist damit bis auf die Beurteilung der Strafbarkeit aufgehoben. Eine Ausnahme stellt die Verwendung von Insiderinformationen, die im Rahmen einer Due Diligence erworben wurden, für ein öffentliches Übernahmeangebot dar. Auch gilt eine Ausnahme vom Insiderhandelsverbot für den

Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Kursstabilisierungsmaßnahmen.

Insiderhandel unter Verwendung einer Insiderinformation bleibt selbstverständlich auch weiterhin eine strafbare Handlung, wobei nun aber schon der Versuch des Insiderhandels strafbar ist. Hingegen ist die Weitergabe von Insiderinformationen oder das Verleiten zum Erwerb oder zur Veräußerung nur für den Primärinsider strafbar, während der Sekundärinsider eine Ordnungswidrigkeit begeht.

Im Umgang mit Insiderinformationen ist also darauf zu achten, dass die betroffenen Insider über die gesetzlichen Regelungen informiert sind und deren Einhaltung gewährleistet wird – etwa durch „Quiet Periods“ rund um die Veröffentlichung von Geschäftszahlen und eine Anzeigepflicht von Geschäften aller Mitarbeiter in Wertpapieren des Emittenten bei einem Compliance Officer.

### II. Ad-hoc-Publizität

Auch die Ad-hoc-Publizität orientiert sich nun ausschließlich am Begriff der Insiderinformation, sodass bereits bloße Planungen und Konzepte sowie vorbereitende Maßnahmen ad-hoc-mitteilungspflichtig sein können. Nach der Neuregelung ist jede Insiderinformation unverzüglich ad-hoc-mitteilungspflichtig, die den Emittenten unmittelbar betrifft. Dies können auch Informationen außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten sein. Informationen zur Marktentwicklung oder zum Wettbewerb fallen z.B. nicht unter die Ad-hoc-Pflicht.

Außerdem hat der Emittent die Möglichkeit, die Veröffentlichung aus eigenem Ermessen zu verschieben, solange es der Schutz seiner berechtigten Interessen erfordert, keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten und die Vertraulichkeit gewährleistet ist. Sobald eine dieser Voraussetzungen nicht mehr besteht, sind die Veröffentlichung unverzüglich nachzuholen und der BaFin die Gründe für den Aufschub mitzuteilen. Klar ist mitt-

„Dem Inhalt des AnSVG kann sich kein Aufsichtsrat entziehen.“

\*) Dipl.-Kfm. Maximilian Fischer ist Geschäftsführer der max. Equity Marketing GmbH, München.



# DER AUFSICHTSRAT

Datum: 05.2005

Seite: 03.04

04

Beitrag

lerweile, dass allein die Tatsache eines Aufsichtsratsvorbehalts – z. B. durch die Normierung eines zustimmungspflichtigen Geschäfts – im Rahmen mehrstufiger Entscheidungsprozesse einen Aufschub nicht mehr rechtfertigt. Soweit daher die Voraussetzungen einer Befreiung nicht vorliegen, kann bereits ein diesbezüglich getroffener Vorstandsbeschluss eine Veröffentlichungspflicht auslösen. Der Aufsichtsrat kann also verstärkt in die Situation kommen, über eine bereits öffentlich bekannte Fragestellung beraten und dabei eventuell eine bereits erfolgte Reaktion der Märkte berücksichtigen zu müssen. Daher ist eine enge Abstimmung und zeitnahe Kommunikation zwischen Vorstand und Aufsichtsrat in entsprechenden Angelegenheiten wichtiger denn je, um nicht die Reputation des Unternehmens am Kapitalmarkt durch widersprüchliche Signale und Entscheidungen zu beschädigen – ein Schaden, der langfristig weit schwerer wiegen dürfte als die Schadensersatzansprüche gegen den Emittenten aufgrund unterlassener, fehlerhafter oder unwahrer Ad-hoc-Meldungen. Davon unabhängig aber sollte sich der Aufsichtsrat insbesondere vor dem Hintergrund einer möglichen persönlichen Haftung der Organmitglieder der fehlerhaften Kapitalmarktinformationen in der Zukunft bereits ausführlich mit der Organisation und den Inhalten der Ad-hoc-Publizität beschäftigen.

### III. Insiderverzeichnisse

Um die Überwachung und strafrechtliche Verfolgung von Insidergeschäften zu erleichtern, schreibt das AnSVG auch die Führung von Insiderverzeichnissen vor. Diese Pflicht betrifft sowohl die Emittenten von Finanzinstrumenten an einem organisierten Markt als auch Personen, die im Auftrag der Emittenten tätig sind, also auch externe Personen. In das Insiderverzeichnis sind alle Personen aufzunehmen, die für den Emittenten tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Dazu gehören Aufsichtsratsmitglieder, Anwälte und Unternehmensberater, aber auch Sekretärinnen und Assistenten. Ausgenommen sind Abschlussprüfer und ihre Gehilfen. Das Verzeichnis ist stets auf dem aktuellen Stand zu halten, muss der BaFin auf Verlangen vorgelegt werden und unterliegt einer sechsjährigen Aufbewahrungspflicht. Ebenso besteht eine Belehrungspflicht des Emittenten gegenüber den im Verzeichnis geführten Personen über rechtliche Pflichten und Rechtsfolgen von Verstößen. Da alle Mitglieder eines Aufsichtsrats typischerweise im Insiderverzeichnis zu führen sind, ist eventuell schon an der erfolgten oder nicht erfolgten Belehrung zu erkennen, wie das Thema Insiderverzeichnis im betreffenden Unternehmen gehandhabt wird, und ob diesbezüglich ein Handlungsbedarf besteht. Denn auch hier droht dem Emittenten bei Verstößen ein Bußgeld von bis zu 50 000 Euro. In der Praxis sollte die Führung des Insiderverzeichnisses einem Compliance-Beauftragten übertragen werden, der die Belehrung der betroffenen Insider sicherstellt und auch über Änderungen der Regelungen schnell und umfassend informiert. Da mit dem Insiderverzeichnis ein hoher Verwaltungsaufwand im Unternehmen entsteht, empfiehlt es sich, hierbei auf entsprechende Dienstleistungsangebote zurückzugreifen. Es existieren dazu bereits verschiedene Datenbankprodukte mit Preisen von einigen hundert bis mehreren tausend Euro, die zumindest eine technische Erleichterung dieser Aufgabe darstellen.

### IV. Mitteilungspflichtige Geschäfte (Directors' Dealings)

Zu wesentlichen Änderungen hat das AnSVG auch im Bereich der mitteilungspflichtigen Geschäfte, den sog. Directors' Dealings, geführt. Der Kreis der mitteilungspflichtigen Personen wurde deutlich ausgeweitet. Mitteilungspflichtig sind nun alle Personen, die Führungsaufgaben bei einem Emittenten wahrnehmen. Dies sind neben Organmitgliedern auch solche Personen, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen berechtigt sind. Hinzu kommen weitere natürliche und juristische Personen, die mit einer solchen Person in enger Beziehung stehen, wie Ehepartner, eingetragene Lebenspartner, unterhaltsberechtigte Kinder und andere Verwandte, die mit den Personen mit Führungsaufgaben seit mindestens einem Jahr im selben Haushalt leben, sowie juristische Personen, bei denen die Personen mit Führungsaufgaben Leitungsaufgaben wahrnehmen. Erfasst sind auch juristische Personen, Gesellschaften und Einrichtungen, die direkt oder indirekt von einer Person mit Führungsaufgaben kontrolliert werden.

Insbesondere ist die Meldeschwelle für die relevanten Wertpapieraktivitäten von bisher 25 000 Euro in einem Zeitraum von 30 Tagen auf jetzt insgesamt 5000 Euro im Kalenderjahr zusammen für alle Geschäfte einer Person mit Führungsaufgaben und einer zu dieser Person in einer engen Beziehung stehenden Person drastisch abgesenkt worden. Andere Befreiungstatbestände bezüglich der Mitteilungspflicht gibt es nicht mehr. Damit dürfte nun praktisch jedes Wertpapiergeschäft einer mitteilungspflichtigen Person von dieser Regelung erfasst werden. Auch von dieser Regelung sind Aufsichtsräte direkt betroffen. Durch diese Änderungen wird in der Praxis ein deutlicher Mehraufwand entstehen, da sich die Zahl der mitteilungspflichtigen Geschäfte merklich erhöhen wird und die entsprechende Mitteilung durch den Emittenten unverzüglich zu veröffentlichen und diese Veröffentlichung gegenüber der BaFin zu belegen ist.

### V. Fazit

Auch wenn die durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz veränderten Regelungen den Aufsichtsrat überwiegend nur mittelbar betreffen (z. B. die Directors' Dealings), ist die Einhaltung der Transparenz- und Kommunikationspflichten eines Emittenten eine zentrale Aufgabe im Unternehmen, deren ordnungsgemäße Erfüllung sich der Aufsichtsrat im Rahmen einer guten Corporate Governance zum Wohl des Unternehmens vergewissern muss. Denn nur wenige Bereiche sind so sensibel wie die Kommunikation mit den Kapitalmärkten, und kaum etwas ist so schwer zurückzugewinnen, wie das enttäuschte Vertrauen der Kapitalgeber und Investoren. Ob die Aufgaben intern von einem Compliance-Officer oder durch einen externen Berater wahrgenommen werden, ist dabei nicht so entscheidend. Wichtig ist vielmehr das Vorhandensein des entsprechenden Know-hows und effizienter Strukturen sowie klar definierter Prozessabläufe und Kommunikationswege.