

# Der Geruch des schnellen Geldes

**Finanzmärkte** In deutschen Konzernen häufen sich Fälle von möglichem Insiderhandel und Marktmissbrauch. Aufsichtsräten und Vorständen fehlt oft das Unrechtsbewusstsein.

Der 19. Februar 2016 war für Jürgen Steinemann ein großer Tag. Bis dahin hatte der Manager vor allem Süßigkeiten verkauft, mit einigem Erfolg, aber von der deutschen Öffentlichkeit weitgehend unbemerkt. Der Sohn einer südoldenburgischen Bauernfamilie hatte die Weltmarktführung des Zürcher Kakao- und Schokoladenherstellers Barry Callebaut gefestigt. Von nun an aber sollte Steinemann den Aufsichtsrat des zehnmal größeren Metro-Konzerns, dem er seit ein paar Monaten angehörte, führen und dort den Familienunternehmer Franz Markus Haniel beerben.

Gleich an seinem ersten Arbeitstag im neuen Amt kaufte Steinemann für gut eine Million Euro 43.000 Aktien der Metro AG – anlässlich seiner Wahl, wie das Unternehmen heute erklärt.

Keine sechs Wochen später gab es große Nachrichten aus dem Hause Metro. Der Konzern kündigte an, sich in zwei Teile zerlegen zu wollen: hier der Großhandel, dort das Elektronikgeschäft. So sollte der endlose Zank mit dem Media-Markt-Gründer Erich Kellerhals beigelegt und für die Aktionäre Mehrwert geschaffen werden.

Die Anleger feierten den Plan, um zwölf Prozent schnellte der Kurs am Tag der Verkündung nach oben. Wohl dem, der rechtzeitig gekauft hatte. Wie Jürgen Steinemann, der von seinem Einstieg am 22. Februar bis zum Abend dieses Tages auf dem Papier um 172.250 Euro reicher wurde.

Aber durfte er das? Mit dieser Frage beschäftigt sich nun die Staatsanwaltschaft Düsseldorf. Die deutsche Finanzaufsicht BaFin hat dort Anzeige erstattet, sie sieht einen Anfangsverdacht auf Insiderhandel. Er richtet sich auch gegen ein Vorstandsmitglied, das sich am 26. Februar mit Aktien eingedeckt hatte. Es habe durch die Transaktion sein Engagement für die Metro zeigen wollen, erklärt der Konzern. Die Aufsicht hat neben dem Insiderverdacht auch Zweifel, ob Metro rechtzeitig über die Pläne informiert oder gegen Veröffentlichungspflichten verstoßen und damit Marktmanipulation betrieben hat.

Ein Metro-Sprecher erklärt: „Wir haben keine Anhaltspunkte dafür, dass Führungskräfte auf Basis von Insiderinformationen Aktien gehandelt haben.“ Der Konzern habe pflichtgemäß am 30. März bekannt gegeben, dass man eine Konzernteilung prüfen wolle, zum Zeitpunkt der Aktienkäufe der beiden Manager habe keine Insiderinformation vorgelegen.

Fälle wie Metro scheinen sich zu häufen. Eine ganze Reihe deutscher Konzerne und einige ihrer Führungskräfte sahen oder sahen sich mit Insiderwürfen konfrontiert. Es entsteht der Eindruck, als füllten sich hoch bezahlte Manager zusätzlich mit unlauteren Mitteln die Taschen.

Vor gut einer Woche hat Börsenchef Carsten Kengeter seinen Rücktritt angekündigt, weil ihm ein Strafverfahren wegen Insiderhandels droht, die Ermittlungen der Staatsanwaltschaft dauern an.

Beim Industriegasekonzern Linde hegte die BaFin bei Aufsichtsratschef Wolfgang Reitzle einen Anfangsverdacht auf Insiderhandel. Er hatte im Juni 2016 Linde-Aktien gekauft, als er bereits mit dem US-Konkurrenten Praxair über eine Fusion sprach. Die Staatsanwaltschaft München hielt den Vorwurf für unbegründet, sie stellte das Verfahren ein. Offen ist, ob die BaFin ein



**Aufseherin Roegele**

60 neue Untersuchungen

Bußgeld wegen Marktmanipulation verhängt, weil Linde die Gespräche womöglich zu spät publik machte.

Beim Modekonzern Hugo Boss steht ebenfalls der Vorwurf im Raum, dass Eingeweihte einen Informationsvorsprung illegal genutzt haben. Ein Mitglied der auch im Aufsichtsrat vertretenen Großaktionärsfamilie Marzotto soll kurz vor einer Gewinnwarnung Boss-Aktien verkauft und so – anders als ahnungslose Aktionäre – hohe eigene Kursverluste vermieden haben.

Und beim Volkswagen-Konzern untersucht die BaFin, ob Insider vor Bekanntwerden des Dieselskandals die hohen Strafen absehen und sich durch Aktienverkäufe einen Vorteil gegenüber außenstehenden Aktionären verschaffen konnten.

Die betroffenen Unternehmen und ihre Manager weisen alle Vorwürfe zurück.

Grundsätzlich ist das Thema nicht neu. Seit es Börsenhandel gibt, versuchen Führungskräfte, aber auch einfache Mitarbeiter oder externe Berater, aus Informationen Kapital zu schlagen, die der Masse der Marktteilnehmer noch nicht bekannt sind. Langfristig ist der Insiderhandel sogar zurückgegangen, vor allem, weil Börsentransaktionen im Computerzeitalter besser überwacht werden können.

Doch zuletzt ist das Problem wieder gewachsen. Die BaFin gibt an, in den ersten zehn Monaten dieses Jahres habe sie bereits fast 60 neue Insideruntersuchungen aufgenommen, im gesamten Vorjahr waren es 42. „Auch die jahrelangen Kurssteigerungen könnten einen Anreiz bieten, bei insiderrelevanten Kenntnissen ein Auge zuzudrücken“, sagt Christian Strenger, Gründungsmitglied der Regierungskommission für gute Unternehmensführung.

Die Unternehmen und ihre Manager nähren gern den Eindruck, sie tappten irgendwie versehentlich in die Insiderfalle und würden von übereifrigen Aufsehern zu Unrecht verfolgt.

So verteidigt sich Börsenchef Kengeter mit der Aussage, es sei seine moralische Pflicht gewesen, Aktien zu erwerben, nachdem der Aufsichtsrat ihm eine spezielle Option eingeräumt hatte: Kengeter konnte in einem bestimmten Zeitraum Aktien im Wert von bis zu 4,5 Millionen Euro kaufen und erhielt dann, vereinfacht gesagt, noch einmal die gleiche Zahl obendrauf.

Dass es problematisch oder sogar strafbewehrt sein könnte, die attraktive Option just in einer Phase zu ziehen, als die Börse sich bereits in fortgeschrittenen Fusionsverhandlungen mit der London Stock Exchange (LSE) befand – wovon die Öffentlichkeit erst zwei Monate später erfuhr –, sehen Kengeter und Aufsichtsratschef Joachim Faber bis heute nicht ein.

Es hat wohl weniger mit Übereifer der Aufsichtsbehörden als mit diesem saloppen Umgang mit kursrelevanten Informationen zu tun, dass Europas größter Börsenbetreiber in die Schusslinie geraten ist.

Richtig ist allerdings, dass die BaFin und andere Börsenaufseher genauer hinschauen – weil sie es müssen. Seit Juli 2016 ist eine neue Marktmissbrauchsverordnung der Europäischen Union in Kraft. Sie gibt den Behörden mehr Ansatzpunkte, um Insiderhandel, Verstöße gegen Veröffentlichungspflichten und Marktmanipulation zu ahnden, und ermöglicht drastisch höhere Strafen.



## THE LINDE GROUP

Aktie

16. bis 27. Juni 2016

Aufsichtsratschef  
Reitzle kauft 4000 Aktien

Kurs: 122,93 bis 124,20 €



DER SPIEGEL

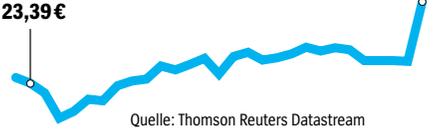
16. Aug. 2016  
Bestätigung der  
Fusionsgespräche  
mit Praxair  
**154,80 €**

## METRO GROUP

Aktie

22. Febr. 2016

Aufsichtsratschef  
Steinemann kauft  
43 000 Aktien  
**23,39 €**



Quelle: Thomson Reuters Datastream

30. März 2016  
Ad-hoc-Meldung zur  
geplanten Aufspaltung  
des Konzerns  
**27,40 €**

## DEUTSCHE BÖRSE

Aktie

14. Dez. 2015

Vorstandschef  
Kengeter kauft  
60 000 Aktien  
**75,00 bis 75,10 €**



23. Febr. 2016  
Börse meldet  
geplante Fusion  
mit der LSE  
**78,80 €**

Wo der Bußgeldkatalog zuvor bis zu einer Million Euro vorsah, kann die BaFin gegen Personen nun fünf Millionen Euro Strafe verhängen und bei Unternehmen bis zu 15 Prozent des Umsatzes eintreiben. Es gab Zeiten, da wurden Vergehen wie Insiderhandel als Kavaliersdelikte angesehen, mit der neuen Verordnung werden sie nun drastisch sanktioniert.

Doch noch ist das offenbar nicht bei allen Unternehmen angekommen. „Ein Problem ist aus unserer Sicht, dass in den Unternehmen, aber auch teilweise bei deren Beratern, oft das Bewusstsein dafür zu fehlen scheint, wann Sachverhalte insiderrelevant werden“, sagt Elisabeth Roegele, Leiterin der Wertpapieraufsicht bei der BaFin.

Der Fall Kengeter ist ein Beispiel dafür. Die Deutsche Börse verteidigte ihr Verhalten und das ihres Chefs sinngemäß stets damit, dass die geplante Fusion mit der Londoner Börse zum Zeitpunkt der Aktienkäufe Mitte Dezember 2015 noch nicht hinreichend wahrscheinlich war.

Aber immerhin hatte Kengeter da bereits 14-mal mit dem Chef der Londoner Börse über die Fusion gesprochen, er hatte die Bundesregierung über die Pläne informiert, und die LSE hatte schon lange vorher die Gespräche als so ernsthaft eingestuft, dass sie mögliche Insidergeschäfte verschärft kontrollierte. Bei der Deutschen Börse hingegen unterbanden weder der Aufsichtsrat noch die interne Compliance-Abteilung noch Kengeter selbst den Aktienkauf.

Unternehmen können sich in solchen Situationen auch nicht darauf berufen, dass ihre Vorstände und Aufsichtsräte ja alle Aktiengeschäfte melden müssten und

somit keinesfalls vorsätzlich gehandelt haben könnten. Ermittler sprechen, im Gegenteil, von bedingtem Vorsatz, wenn Manager in Kenntnis aller Umstände billigend in Kauf genommen haben, dass sie gegen Insiderverbote verstoßen. Ganz nach dem Motto: Man kann es ja mal versuchen.

So bewertete die Staatsanwaltschaft auch Kengeters Käufe. Dennoch schlug sie der Deutschen Börse eine Einstellung des Verfahrens gegen Zahlung von zehn Millionen Euro vor, Kengeter sollte 500 000 Euro zahlen. Offenbar waren die Strafverfolger unsicher, eine Straftat in einem gerichtlichen Verfahren beweisen zu können.

Das Amtsgericht Frankfurt kippte den Deal. Schon wegen der geringen Höhe der Geldauflage für Kengeter, heißt es bei Experten, sei die Abmachung problematisch gewesen. So hat Kengeter allein mit den 60 000 Aktien, die er selbst kaufte, seit dem 14. Dezember 2015 mehr als 900 000 Euro Buchgewinn gemacht. Hinzu kommen die geschenkten Aktien.

Während die Staatsanwaltschaft nun erst einmal weiterermittelt, werfen Aktionärsvertreter nach Kengeters Rücktrittsankündigung die Frage auf, ob der Börsenchef sein Aktienpaket behalten darf. „Herr Faber muss die Frage beantworten, was bei der gescheiterten LSE-Fusion und der Insiderproblematik schiefgelaufen ist und wer dafür die Verantwortung übernimmt“, sagt Hans-Christoph Hirt vom britischen Vermögensverwalter Hermes Investment. „Selbst Herr Kengeter hat Fehler eingeräumt. Wir erwarten, dass sich das auch in seiner Vergütung niederschlägt.“

Der Fall Deutsche Börse weist auf ein grundsätzliches Dilemma hin: Vorstände und Aufsichtsräte erlangen qua Amt regel-

mäßig Insiderwissen. „Wenn Vorstände mit Aktien incentiviert werden, besteht immer ein gewisses Risiko, mit Insiderregeln in Konflikt zu geraten“, sagt Hirt.

Heikel sei aber nicht die Vergütung mit Aktien an sich, sondern die Art und Weise, wie die Anteile vergeben würden. „Problematisch ist es, wenn Vorstände selbst entscheiden, wann sie im Rahmen eines solchen Programms Aktien kaufen oder verkaufen.“ Hirt plädiert für klar definierte Programme, über die Aktien einmal im Jahr mit festen Haltefristen zugeteilt werden. Auch die BaFin hält Aktienvergütungsprogramme nicht per se für problematisch. „Die Unternehmen müssen sie nur so strukturieren, dass sichergestellt ist, dass das Insiderhandelsverbot beachtet wird“, sagt Aufseherin Roegele.

Auch dann bliebe das Risiko, dass Topmanager jenseits solcher Programme Aktien in Phasen kaufen, in denen sie mögliches Insiderwissen erlangen. Wie die Aufsichtsräte Steinemann und Reitzle.

Eine rein strafrechtliche Sicht auf das Insiderproblem greife zu kurz, findet der Corporate-Governance-Experte Christian Strenger. „Vorstände und Aufsichtsräte müssen eine ‚Im-Zweifel-nicht-Mentalität‘ entwickeln, nicht nur um strafrechtlich sauber zu bleiben, sondern schon um einen nachhaltig belastenden Augenschein zu vermeiden“, sagt Strenger.

Hermes-Manager Hirt nennt das den „smell test“, einen Geruchstest, den Aufsichtsräte, Compliance-Abteilungen und juristische Berater häufiger machen müssten. Damit sie merken, dass Geld stinkt, wenn es durch Insiderwissen verdient wird.

Martin Hesse

Mail: martin.hesse@spiegel.de