

Dr. iur. Urs Feller

Die Relevanz der EU-Finanzmarkt-Richtlinien für Schweizer Unternehmen, deren Aktien an der SWX Europe gehandelt werden

Seit dem Inkrafttreten der Prospekt-Richtlinie («PD»), der Marktmissbrauchs-Richtlinie («MAD») und der Transparenz-Richtlinie («TD») in der EU wird diskutiert, ob wesentliche Bestimmungen der PD und der MAD auf Schweizer SMI-Gesellschaften anwendbar sind oder nicht. In diesem Aufsatz wird die Auffassung begründet, dass nicht wenige SMI-Gesellschaften, deren Aktien im EU-kompatiblen Segment gehandelt werden, betreffend Ad-hoc-Publizität, Insiderlisten und Management-Transaktionen vollumfänglich den einschlägigen Normen der MAD unterliegen. Diese gehen in verschiedener Hinsicht über die heute in der Schweiz herrschende Praxis hinaus, was mit einem Anpassungsbedarf verbunden ist.

Rechtsgebiete(e): Aktienrecht; Wirtschafts- und Wirtschaftsverwaltungsrecht

Zitiervorschlag: Urs Feller, Die Relevanz der EU-Finanzmarkt-Richtlinien für Schweizer Unternehmen, deren Aktien an der SWX Europe gehandelt werden, in: Jusletter 19. Mai 2008

Inhaltsübersicht

- I. Überblick
- II. Rechtsentwicklung in der EU
- III. Umsetzung der verschiedenen EU-Richtlinien
 - A. Inhalt und Geltungsbereich der Prospekt-Richtlinie (PD)
 - B. Inhalt und Geltungsbereich der Transparenz-Richtlinie (TD)
 - C. Inhalt und Geltungsbereich der Marktmissbrauchs-Richtlinie (MAD)
 - (1) Auffassung der SWX zur Anwendbarkeit der MAD
 - (2) Abweichende Auffassung zur Anwendbarkeit der MAD
 - (3) Offenlegung von Insider-Informationen / Ad-hoc-Publizität
 - (4) Pflicht zur Führung von Insiderlisten
 - (5) Management-Transaktionen
- IV. Schlussfolgerungen

I. Überblick

[Rz 1] Die SWX hat kürzlich beschlossen, das Kotierungsreglement einer Teilrevision zu unterziehen¹. Zweck der Revision ist die punktuelle Anpassung an geänderte Bedürfnisse des Marktes sowie gesetzgeberische Neuerungen. Ferner sind strukturelle Anpassungen der Reglementsdokumente geplant. Dieser Anlass gibt Gelegenheit, auf wesentliche zusätzliche Aspekte im Zusammenhang mit der Rechtsentwicklung in Europa hinzuweisen und deren Bedeutung für Schweizer Emittenten aufzuzeigen.

[Rz 2] Der Aufsatz beschreibt zunächst kurz die Situation der SWX Europe Ltd. und geht in einem zweiten Teil auf die Rechtsentwicklung in der EU ein. Der dritte Teil ist dem Geltungsbereich der drei wesentlichen Richtlinien betreffend Prospekt, Transparenz und Marktmissbrauch gewidmet. In diesem Teil werden die Kernpunkte der Darlegungen erläutert. Im abschliessenden vierten Teil wird – unter Hinweis auf mögliche aufsichtsrechtliche Sanktionen – auf den Handlungsbedarf der Emittenten eingegangen.

[Rz 3] SWX Europe Ltd. (früher virt-x) ist ein im Vereinigten Königreich aufgesetztes Handelssystem an dem die Aktien der SMI- sowie der SLI-Gesellschaften² gehandelt werden. SWX Europe Ltd. wird im Vereinigten Königreich als «recognised investment exchange» anerkannt³, die unter der Aufsicht der Financial Services Authority («FSA»)⁴ und damit grundsätzlich dem Recht des Vereinigten Königreichs unterliegt. Die Börsen- und Finanzmarktgesetzgebung im Vereinigten Königreich findet sich im Financial Services and Markets Act 2000 («FSMA»). Die FSA ist gemäss sec. 1 (1) FSMA die für die Marktaufsicht zuständige Behörde. In einer Publikation im Jahr 2001 «virt-x: a real European Stock Exchange»

wurde von NOBEL/BLAIR/SCHÖNHOLZER⁵ das Zusammenspiel der anwendbaren Rechtsnormen auf die an der SWX Europe Ltd. gehandelten Aktien eingehend dargestellt.

[Rz 4] Mit der Lancierung der SWX Europe Ltd. wurde die wesentliche Unterscheidung zwischen Börsenzulassung («listing») und Handelszulassung («admission to trading») eingeführt. Die SWX Swiss Exchange AG («SWX») fungiert weiterhin als die für das listing der SMI-Gesellschaften zuständige Behörde. Demgegenüber liegt die Zuständigkeit für die admission to trading bei der SWX Europe Ltd. Die SWX Europe Ltd. gilt als «geregelter Markt» im Sinne des EU-Rechts⁶, was für die Emittenten grundsätzlich mit der Unterstellung unter die massgebenden EU-Regeln verbunden ist. Zuzufolge einer Anerkennungsvereinbarung werden alle Titel der SMI-Gesellschaften ohne weitere Anerkennungsformalismen auf der Plattform der SWX Europe Ltd. gehandelt.

[Rz 5] Per 1. Juli 2005 erfolgte eine Neu-Segmentierung der SWX Europe-Plattform. Die Emittenten konnten grundsätzlich wählen zwischen a) einem weiterhin in wesentlichen Teilen schweizerisch regulierten System mit listing bei der SWX im Hauptsegment und admission to trading im sogenannten «UK Exchange Regulated Market Segment», bzw. b) einem listing im EU-kompatiblen Segment mit admission to trading im sogenannten «EU Regulated Market Segment». Alle am 1. Juli 2005 an der SWX kotierten und bereits zum Handel auf der SWX Europe Ltd. zugelassenen Beteiligungsrechte wurden dem EU-kompatiblen Segment der SWX zugewiesen, sofern der Emittent nicht eine besondere Erklärung abgab, ins UK Exchange Regulated Market Segment wechseln zu wollen⁷. Die Mehrheit der Emittenten gab keine solche Erklärung ab und wurde daraufhin dem EU-kompatiblen Segment zugeteilt⁸. Von besonderer Bedeutung ist dabei, dass diese Emittenten nach Auffassung der SWX dennoch nicht vollständig den EU-Regeln unterworfen sind, sondern weiterhin substantielle Ausnahmen gewährt wurden. Auf diese wird nachstehend besonders eingegangen.

II. Rechtsentwicklung in der EU

[Rz 6] Gestützt auf den Financial Services Action Plan der EU-Kommission und dessen Umsetzung in verschiedenen Richtlinien begann per 1. Juli 2005 ein neues Zeitalter. Wesentliche neue Richtlinien (u.a. Prospekt-Richtlinie⁹,

¹ Schreiben der SWX vom 30. April 2008 an die Teilnehmer der Vernehmlassung für die Revision des Kotierungsreglements und seiner Ausführungserlasse.

² www.swxeurope.com/trading/products/swiss_securities/quotes/smi/table.html ; sowie www.swxeurope.com/trading/products/swiss_securities/quotes/sli/table.html.

³ Siehe: www.fsa.gov.uk/register/exchanges.do

⁴ Sec. 287 FSMA.

⁵ PETER NOBEL/MICHAEL BLAIR/THOMAS SCHÖNHOLZER: virt-x: a real European Stock Exchange, SZW, 5/2001 S. 217ff.

⁶ Siehe Liste der geregelten Märkte im Sinne der EU auf der Webseite des Committees of European Securities Regulators (CESR): http://mifiddata-base.cesr.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=23.

⁷ Art. 38 des Zusatzreglements für die Kotierung im EU-kompatiblen Segment der SWX.

⁸ Siehe www.swx.com/admission/listing/equity_market/eu_compatible/issuer_list_de.html.

⁹ Richtlinie 2003/71/EC.

Marktmissbrauchs-Richtlinie¹⁰ sowie die Transparenz-Richtlinie¹¹) zielten darauf ab, den Gesellschaften ein europaweit einheitliches Instrument für die Aufnahme von neuem Aktienkapital zur Verfügung zu stellen, den sog. «Prospekt» und die Anforderungen an Emittenten an europäischen Börsen im Zusammenhang mit Offenlegungs- und Transparenzanforderungen zu vereinheitlichen. Emittenten, welche bei ihrer Heim-Aufsichtsbehörde einen Prospekt als massgebendes Dokument zur Information der Anleger eingereicht hatten, verfügen nun über einen sogenannten «single passport», der es ihnen erlaubt, auch in allen anderen Mitgliedstaaten frisches Kapital aufzunehmen. Der entscheidende Vorteil des single passport besteht darin, dass bei einer Kapitalerhöhung in einem anderen Mitgliedstaat der bereits vorhandene Prospekt genügt und keine zusätzlichen administrativen Hürdenläufe zu bewältigen sind. Das sogenannte «passporting» aus einem anderen Land besteht darin, dass die zuständige Behörde, die einen Emittenten-Prospekt bereits genehmigt hat, diesen auf Gesuch des Emittenten der zuständigen Behörde des Landes zukommen lässt, in welchem der Emittent die Wertpapiere auf einem regulierten Markt begeben möchte¹².

[Rz 7] Auch für die schweizerischen Emittenten, deren Aktien an der SWX Europe Ltd. gehandelt werden, besteht grundsätzlich die Möglichkeit, einen Prospekt zu erstellen, registrieren zu lassen und damit einen single passport zu erlangen. Von Vorteil für die Emittenten ist dabei zweifellos der Umstand, dass die in der PD festgelegten Regeln von den EU-Mitgliedstaaten nicht verschärft werden dürfen, weil sonst der Grundsatz des passportings unterlaufen werden könnte. Die PD sieht im Gegensatz zu den meisten anderen Richtlinien eine Maximum-Harmonisierung vor.

[Rz 8] Die Zuständigkeit der FSA, der BAFIN oder allenfalls einer anderen Aufsichtsbehörde ergibt sich aufgrund der Wahlmöglichkeiten der «Heim»-Aufsichtsbehörde unter der PD. Bei Inkrafttreten der Prospektrichtlinie konnten Schweizer Emittenten aufgrund von Artikel 2 Ziff. 1 lit. m (iii) PD eine zuständige Behörde wählen¹³. Für die meisten Emittenten des EU-kompatiblen Segments ist heute innerhalb der EU die FSA die Heim-Aufsichtsbehörde¹⁴. Auch wenn ein Schweizer Emittent, dessen Aktien an der SWX Europe Ltd. gehandelt werden, eine andere Heim-Aufsichtsbehörde als die FSA gewählt hat, untersteht der Emittent doch in wesentlichen Teilen der Aufsicht durch die FSA aufgrund der Tatsache, dass die

Aktien des Emittenten auf einem geregelten Markt im Vereinigten Königreich zugelassen sind, bzw. der Handel im Vereinigten Königreich stattfindet.

III. Umsetzung der verschiedenen EU-Richtlinien

A. Inhalt und Geltungsbereich der Prospekt-Richtlinie (PD)

[Rz 9] Die PD verlangt die Veröffentlichung eines Prospektes im Falle von öffentlichen Angeboten von Wertpapieren in der EU (Artikel 3 Ziff. 1 PD)¹⁵ oder bei der Zulassung von Wertpapieren an einem geregelten Markt (Artikel 3 Ziff. 3 PD)¹⁶. Folglich gilt für Schweizer Emittenten deren Aktien an der SWX Europe Ltd. gehandelt werden, dass unabhängig davon, ob ein Emittent im EU-kompatiblen Segment der SWX Europe Ltd. oder im UK Exchange Regulated Market Segment zugelassen ist, ein Prospekt gemäss der PD zu erstellen ist, wenn der Emittent eine Kapitalerhöhung durchführt, die nicht von den ausdrücklichen Ausnahmetatbeständen der PD profitieren kann¹⁷. Die PD gilt namentlich auch für die Emittenten im UK Exchange Regulated Segment, sobald der Emittent seine Aktien in einem EU-Staat öffentlich anbietet¹⁸, wie beispielsweise bei einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsgewährung. Demgegenüber gilt die Abgabe von Aktien via Aktientausch, Fusion, Gratisaktien, Aktiendividenden oder Mitarbeiterbeteiligungsprogramme nicht als öffentliches Angebot¹⁹.

[Rz 10] Auch beim zweiten Unterfall der Prospektspflicht, der Zulassung auf einem geregelten Markt, gibt es Ausnahmetatbestände. Als mit Abstand wichtigste Ausnahme entfällt die Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts, wenn ein Emittent innerhalb eines Zeitraums von 12 Monaten sein Aktienkapital um weniger als 10% erhöht²⁰. Daneben sind weitere Ausnahmetatbestände normiert, etwa wenn sich ein Angebot ausschliesslich an «qualifizierte Anleger» oder an weniger als 100 Anleger richtet²¹.

[Rz 11] Die erwähnte Ausnahmeregelung in der PD führte dazu, dass zahlreiche Emittenten eine Kapitalerhöhung von mehr als 10% pro Jahr wenn möglich vermieden, indessen kleinere Kapitalerhöhungen durchführten und die entsprechenden Beteiligungspapiere auch für den Handel registrieren liessen.

¹⁰ Richtlinie 2003/6/EC.

¹¹ Richtlinie 2004/109/EC.

¹² Für nähere Informationen zum passporting siehe sec. 87H und 87I FSMA mit Bezug auf das Recht im Vereinigten Königreich.

¹³ Art. 30 Ziff. 1 PD. Eine detaillierte Auflistung der möglichen Fälle findet sich in DOROTHEE FISCHER-APPEL/OLIVIER FAVRE, Anwendungsbereich der EU-Prospektrichtlinie unter vergleichender Berücksichtigung des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts, ST 2006, S. 49ff., 50ff.

¹⁴ Regulatorische Rahmenbedingungen für Emittenten, Handel von SWX-kotierten Effekten an SWX Europe, Anhang (Ausgabe 03/08) S. 15.

¹⁵ Implementiert im Vereinigten Königreich durch Art. 85 Ziff. 1 FSMA.

¹⁶ Implementiert im Vereinigten Königreich durch Art. 85 Ziff. 2 FSMA.

¹⁷ Vgl. FAQ der SWX vom 3. März 2008, Ziff. B.1, C.3, C.5 und F.1.

¹⁸ Art. 3 Ziff. 1 PD; FAQ der SWX vom 3. März 2008, Ziff. B.1.

¹⁹ Art. 3 i.V.m. Art. 4 Ziff. 1 lit. a–e PD. FAQ der SWX vom 3. März 2008, Ziff. F.3.

²⁰ Art. 4 Ziff. 2 lit. a PD.

²¹ Art. 3 Ziff. 2 PD, implementiert durch sec. 86 FSMA.

B. Inhalt und Geltungsbereich der Transparenz-Richtlinie (TD)

[Rz 12] Die TD enthält eine Reihe von Bestimmungen zur Rechnungslegung und zur periodischen Berichtserstattung (Jahresfinanzbericht, Halbjahresfinanzbericht, Quartalsberichte bzw. Zwischenmitteilungen der Geschäftsleitung)²². Ferner wird von den Emittenten und deren Aktionären verlangt, dass laufende Informationspflichten erfüllt werden, so über bedeutende Beteiligungen, bei Erwerb oder Veräusserung bedeutender Beteiligungen aber auch über die Gleichbehandlung der Aktionäre betreffend deren Zugang zu Informationen²³. Art. 17 Ziff. 1 TD hält diesbezüglich fest: «Ein Emittent von Aktien, die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, muss allen Aktionären, die sich in der gleichen Lage befinden, die gleiche Behandlung sicherstellen.» Dasselbe gilt auch mit Blick auf die Informationspflichten gegenüber Inhabern von Schuldtiteln der Emittenten²⁴.

[Rz 13] Die TD betrifft ausschliesslich Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem in einem EU-Mitgliedstaat gelegenen oder dort betriebenen geregelten Markt zugelassen sind²⁵. Demzufolge spielt die TD für die Emittenten im UK Exchange Regulated Segment der SWX Europe Ltd. keine Rolle. Für Emittenten im EU-kompatiblen Segment ist die TD vollumfänglich anwendbar.

[Rz 14] Für Emittenten mit Sitz in einem Drittland besteht gemäss Art. 23 TD die Möglichkeit, dass die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats diese Emittenten von gewissen Anforderungen der TD ausnehmen kann, sofern das Recht des Drittlands zumindest gleichwertige Anforderungen vorsieht. Die Möglichkeit der Äquivalenzerklärung ist ein wesentlicher Unterschied der TD²⁶ gegenüber der MAD. Die SWX hat diese Möglichkeit genutzt und einen entsprechenden Verweis im Zusatzreglement für die Kotierung im EU-kompatiblen Segment aufgenommen²⁷. Die von der SWX erlassenen Zusatznormen²⁸ werden von der FSA – bis auf ganz wenige Ausnahmen – als gleichwertig anerkannt²⁹. Im Vereinigten Königreich sind die TD und die MAD in den sogenannten «Disclosure and Transparency Rules» («DTR») ins

Landesrecht überführt worden³⁰. Die DTR umfassen sechs Kapitel, nämlich 1) introduction, 2) disclosure and control of inside information by issuers, 3) transactions by persons discharging managerial responsibilities and their connected persons, 4) periodic financial reporting, 5) vote holder and issuer notification rules sowie 6) continuing obligations and access to information. Die Normen der TD sind in den DTR 4–6 umgesetzt worden. Hinzuweisen ist insbesondere auf Art. 6.2 und 6.3 DTR, welche nach Auffassung der FSA seitens der SWX nicht äquivalent umgesetzt worden sind, respektive nicht umsetzbar sind, da sie die Verbreitung von geregelter Information in einem EU-Mitgliedstaat zum Gegenstand haben, d.h. diese Normen finden auch auf schweizerische Emittenten im EU-kompatiblen Segment unmittelbare Anwendung³¹.

[Rz 15] Art. 6.2 DTR befasst sich mit der Art und Weise der Verbreitung von Informationen. Diese muss in Englisch und allenfalls einer weiteren Sprache erfolgen, die im Herkunftsstaat des Emittenten verbreitet ist. Ferner muss die Information via ein Regulatory Information System («RIS») verbreitet werden, und die Information soll den verschiedenen Aufsichtsbehörden und der Öffentlichkeit gleichzeitig mitgeteilt werden (Art. 6.3 DTR). Geregelter Information ist dabei mit wenigen Ausnahmen im Volltext via ein RIS zu verbreiten³². Die Einhaltung der DTR wird von der UK Listing Authority, als Teil der FSA, überwacht.

C. Inhalt und Geltungsbereich der Marktmissbrauchs-Richtlinie (MAD)

[Rz 16] Nachstehend werden die unmittelbaren Auswirkungen der MAD auf Emittenten erläutert. Der Artikel befasst sich nicht mit Überlegungen betreffend die seit längerem bekannte Anwendbarkeit des Rechts des Vereinigten Königreichs (für beide Segmente) auf Insiderhandelsbestände im Sekundärhandel und Marktmanipulation³³.

[Rz 17] Besonders weitreichende Implikationen für Schweizer Emittenten ergeben sich nun aus der MAD, insbesondere deren Art. 6 Abs. 1–4. Die MAD ist anwendbar auf Finanzinstrumente, die zum Handel auf einem geregelten Markt in mindestens einem Mitgliedstaat zugelassen sind oder für die ein entsprechender Antrag auf Zulassung zum Handel gestellt wurde (Art. 9 Abs. 1 MAD). Nach Auffassung der SWX ist die MAD auf Emittenten im EU-kompatiblen Segment der

²² Art. 4 und 5 TD, implementiert durch sec. 89C FSMA und Chapter 4 der FSA Disclosure and Transparency Rules («DTR»).

²³ Art. 9ff TD, implementiert durch sec. 89A und 89B FSMA sowie DTR Chapter 5 und DTR 6.1.3(1).

²⁴ Art. 18 Ziff. 1 TD, implementiert durch DTR 6.1.3(2).

²⁵ Art. 1 Ziff. 1 TD.

²⁶ RUDOLF TSCHÄNI/JACQUES IFFLAND, Neue Bestimmungen der SWX zur Ad hoc-Publizität, There is more to the picture than meets the eye, ST 2005, S. 759ff., 762.

²⁷ Art. 23 Zusatzreglement für die Kotierung im EU-kompatiblen Segment der SWX.

²⁸ Richtlinie betreffend Anforderungen an die Aufrechterhaltung der Kotierung im EU-kompatiblen Segment der SWX (RA EU), Ziff. 1, 2 und 3–11.

²⁹ www.fsa.gov.uk/Pages/Doing/UKLA/company/non_eea/index.shtml; ebenso: FAQ der SWX vom 3. März 2008, Ziff. B.3.

³⁰ Vgl. <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DTR>.

³¹ Daneben sind auch einige weitere Normen der DTR, deren Bedeutung für den einzelnen Emittenten marginal sein kann, nicht vollständig durch die Regeln der SWX ersetzt worden, eine detaillierte Übersicht geht aus www.fsa.gov.uk/Pages/Doing/UKLA/company/non_eea/index.shtml hervor.

³² Art. 6.3.5 DTR.

³³ Dazu: THOMAS WERLEN, Relevanz der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie für die an der SWX Swiss Exchange kotierten und an der Virt-x gehandelten Werte von SMI-Emittenten, ST 2005, S. 775ff., 776; auch NOBEL/BLAIR/SCHÖNHOLZER (FN 5), S. 227ff.

SWX Europe Ltd. anwendbar, allerdings mit wichtigen Ausnahmen³⁴. In Art. 9 Abs. 3 MAD wird die Geltung von Art. 6 Absätze 1 bis 3 MAD für diejenigen Emittenten ausgeschlossen, «*who have not requested or approved admission of their financial instruments to trading in a regulated market in a Member State*»³⁵. Die Bedeutung und der Gehalt dieser Bestimmungen ist nachfolgend eingehender zu untersuchen. Im Anschluss daran sind die materiell-rechtlichen Auswirkungen von Art. 6 MAD näher zu erläutern.

(1) Auffassung der SWX zur Anwendbarkeit der MAD

[Rz 18] Nach Ansicht der SWX, wie sie sich in ihren FAQ manifestiert, haben Schweizer Emittenten im EU-kompatiblen Segment die Zulassung zum Handel weder verlangt noch die Zulassung genehmigt, weil die Einteilung ins EU-kompatible Segment gestützt auf Art. 38 des Zusatzreglements³⁶ erfolgte. Die Zuteilung erfolgte damit qua Rechtsnorm, was weder einen Antrag noch eine Genehmigung des jeweiligen Emittenten erfordert habe. Damit hätten die entsprechenden Emittenten weder eine Zulassung zum Handel auf einem geregelten Markt verlangt, noch die Zulassung zum Handel auf einem geregelten Markt genehmigt³⁷. Es sei seitens des Emittenten eine «explicit action to request or approve» erforderlich, um bejahen zu können, dass der Emittent eine Zulassung zum Handel verlangt oder genehmigt hätte³⁸. Dies würde sich ändern, falls der Emittent einen richtlinienkonformen Prospekt veröffentliche³⁹, sowie in anderen Fällen, wobei die FSA von Fall zu Fall entscheiden werde, ob die Handlungen des entsprechenden Emittenten ausreichen würden, um die Ausnahmeregelung von Art. 9 Abs. 3 MAD dahinfallen zu lassen. Insbesondere im Falle einer Kapitalerhöhung von unter 10% innerhalb von 12 Monaten (eine Konstellation bei der unter der PD eine Ausnahmeregelung besteht) sei davon aus-

zugehen, dass der Emittent die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt weder verlangt noch ihr zugestimmt habe⁴⁰, mit der Folge, dass die Regeln von Art. 6 Abs. 1–4 MAD nicht anwendbar seien⁴¹.

(2) Abweichende Auffassung zur Anwendbarkeit der MAD

[Rz 19] Übereinstimmung herrscht jedenfalls in einem Punkt. Sobald die PD wegen der Zulassung zu einem geregelten Markt einen Prospekt verlangt⁴² (was grundsätzlich bei einer Kapitalerhöhung von mehr als 10% innerhalb eines Zeitraums von 12 Monaten erforderlich ist), werden alle einschlägigen EU-Regeln unmittelbar anwendbar und sind demzufolge einige Bestimmungen des schweizerischen Kotierungsreglements nicht weiter anwendbar.

[Rz 20] Wie erwähnt haben die meisten Emittenten im EU-kompatiblen Segment (aus diesem Grund) vermieden, Kapitalerhöhungen vorzunehmen, welche eine Prospektspflicht nach sich gezogen hätte. Nicht wenige Emittenten haben in der letzten Zeit allerdings kleinere Kapitalerhöhungen durchgeführt und die Statuten jeweils nachgeführt sowie die entsprechenden Beteiligungspapiere auch für den Handel an der SWX Europe Ltd. registrieren lassen. Allenfalls wurden auch SWX-konforme Prospekte eingereicht⁴³. Nach Auffassung der SWX handelt es sich dabei offenbar nicht um eine «explicit action» des Emittenten. Dass diesbezüglich kein Antrag bzw. keine Genehmigung des Emittenten zum Handel der Finanzinstrumente auf einem geregelten Markt (bzw. keine «explicit action» wie von SWX angeführt) vorliegen würde, ist schwer vorstellbar. Die entsprechenden Emittenten stimmten dem Handel der neu ausgegebenen Aktien nicht nur zu, sondern haben aktiv eine Registrierung und damit eine Zulassung zum Handel auf der SWX Europe Ltd. und damit auf einem geregelten Markt der EU verlangt.

[Rz 21] Dabei ist auch zu erwähnen, dass die MAD – anders als die PD – gerade keine prozentuale Schwelle kennt, unter welcher ein Emittent von gewissen Pflichten ausgenommen wäre, oder die eine Differenzierung in der Anwendung (wie in den Unterlagen der SWX enthalten) erlauben würde. Es finden sich in der MAD keine derartigen Ausnahmetatbestände wie in der PD. Die Auffassung der SWX, dass die Ausnahmebestimmung aus der PD auch bei der MAD Geltung beanspruchen könnte, liegt jedenfalls nicht auf der Hand.

[Rz 22] Weiter ist zu beachten, dass per 1. Juli 2005 alle Emittenten, deren Aktien an der SWX Europe Ltd. gehandelt wurden, die Wahl hatten, ob ihre Aktien ins EU-kompatible Segment oder ins UK Exchange Regulated Market Segment

³⁴ FAQ der SWX vom 3. März 2008, Ziff. B.2.

³⁵ In der deutschen Fassung der MAD lautet der entsprechende Text wie folgt: «Artikel 6 Absätze 1 bis 3 gelten nicht für Emittenten, die für ihre Finanzinstrumente keine Zulassung zum Handel auf einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat beantragt oder erhalten haben.» Dieser Text scheint davon auszugehen, dass es Emittenten gibt oder geben könnte, welche die Zulassung beantragt, aber nicht erhalten haben. Auf solche Emittenten wäre die MAD deshalb nicht anwendbar, weil deren Finanzinstrumente mangels Zulassung nicht auf einem geregelten Markt gehandelt werden. Diese Einschränkung des Wirkungsbereiches erscheint eigentlich als selbstverständlich. Demgegenüber stellt die englische Fassung stärker auf das Verhalten des einzelnen Emittenten ab. Richtig erscheint daher die Formulierung der SWX in Art. 25 des Zusatzreglements für die Kotierung im EU-kompatiblen Segment der SWX: Ein Emittent, der die Zulassung seiner Beteiligungsrechte zum Handel an einem geregelten Markt in der EU «beantragt oder genehmigt» hat, (...). Nachdem die SWX Europe Ltd. unter der Aufsicht der FSA steht und die SWX sich auch in ihren FAQ ausschliesslich mit der englischen Fassung befasst, wird im Folgenden auf die englische Fassung abgestützt.

³⁶ Zusatzreglement für die Kotierung im EU-kompatiblen Segment der SWX.

³⁷ FAQ der SWX vom 3. März 2008, Ziff. B.2.

³⁸ FAQ der SWX vom 3. März 2008, Ziff. D.1 und D.4.

³⁹ FAQ der SWX vom 3. März 2008, Ziff. D.4.

⁴⁰ FAQ der SWX vom 3. März 2008, Ziff. F.2 et seq.

⁴¹ DANIEL KEIST/JACQUELINE MORARD/ROLAND MAURHOFER, Kotierungsrecht der SWX, Neue Regularien und Ausblick, ST 2006, S. 39ff., 40.

⁴² FAQ der SWX vom 3. März 2008, Ziff. D.3.

⁴³ FAQ der SWX vom 3. März 2008, Ziff. F.9 und 10.

zugeteilt werden sollen. Letzteres erforderte eine ausdrückliche Erklärung, indessen war für alle Emittenten transparent, dass ohne diese Erklärung eine Zuteilung zum EU-kompatiblen Segment erfolgt⁴⁴. Eine Qualifikation dieses Verhaltens als Genehmigung der Zulassung zum Handel in einem geregelten Markt liegt deshalb nahe. Andererseits wurde argumentiert, dass die Einteilung ohne eigenes Zutun der Emittenten⁴⁵ erfolgte und damit die oben von der SWX angeführte «explicit action»-Schwelle wohl nicht überschritten wurde. Dagegen spricht, dass sich aus der MAD keine Anhaltspunkte für eine «explicit action»-Schwelle ergeben. Der bewusste Wechsel ins UK Exchange Regulated Market Segment (und damit die explizite Ablehnung des Handels im EU-kompatiblen Segment) wurde demgegenüber nur von wenigen Emittenten wahrgenommen⁴⁶.

[Rz 23] Es ist weiter anzuführen, dass seit der Implementierung der MAD schon einige Jahre verstrichen sind und es damit nur schon aufgrund des Zeitablaufs schwieriger wird zu argumentieren, dass diese Emittenten den Handel ihrer Aktien im EU-kompatiblen Segment, mithin in einem geregelten Markt, weder verlangt haben, noch ihn genehmigen⁴⁷. Dies gilt umso mehr bei Emittenten, die seit der Neu-Segmentierung bereits eine oder mehrere Kapitalerhöhungen vorgenommen haben⁴⁸.

[Rz 24] Auch die von der FSA vorbehaltene Einzelfallbetrachtung dürfte bei kritischer Beurteilung vor dem Hintergrund der vorstehenden Ausführungen durchaus auf relevante Hinweise für «explicit actions to request or approve the admission of their securities» der entsprechenden Emittenten stossen, was zur integralen Anwendbarkeit der MAD führt. Die Möglichkeit, mittels äquivalenter Bestimmungen im Drittland eine Anwendbarkeit der MAD zu vermeiden (wie etwa bei der TD), fehlt bei der MAD gänzlich⁴⁹.

[Rz 25] Ist somit ernsthaft in Betracht zu ziehen, dass die FSA die im EU-kompatiblen Segment kotierten Emittenten als verpflichtet betrachtet, die MAD einzuhalten, so führt dies zur Frage, ob allenfalls eine Nichtanwendbarkeitserklärung seitens der FSA denkbar wäre. Angesichts der bisherigen Praxis der FSA dürfte auch diese Schiene nicht zielführend sein. Im Vereinigten Königreich herrscht die Auffassung vor, dass jede Gesellschaft bzw. Person für sich selbst zu analysieren hat, ob und in welcher Weise sie welche einschlägigen Regeln einzuhalten hat⁵⁰. Der Entscheid einer regu-

lierten Gesellschaft oder Person wird dann allenfalls von der Aufsichtsbehörde hinterfragt, wenn es um die Verletzung einer möglicherweise anwendbaren Pflicht geht. Vor diesem Hintergrund erscheint es nur als vorsichtig, dass die Emittenten im EU-kompatiblen Segment sich darüber Gedanken machen, ob ihr Verhalten mit den FSA-Regeln vereinbar ist. Weiter ist zu beachten, dass die FSA Schweizer Emittenten vom Anwendungsbereich der MAD auch deshalb nicht ausnehmen könnte, weil es sich bei der MAD um Gemeinschaftsrecht und insofern höherrangiges Recht handelt. Es wäre schwer vorstellbar, dass die FSA sich über Wortlaut und Sinn der MAD (oder der Regeln des FSMA) hinwegsetzen und einem Schweizer Emittenten im EU-kompatiblen Segment die Nichtanwendbarkeit der MAD bestätigen würde oder könnte.

[Rz 26] Aus der Sicht eines Investors ist schliesslich anzuführen, dass es für einen Emittenten im EU-kompatiblen Segment kaum ein Vorteil sein kann, trotz dem Börsenauftritt unter der Rubrik «EU-Regulated» in wesentlichen Fragen wie Ad-hoc-Publizität und Management-Transaktionen hinter dem üblichen Standard zurückzustehen. Es ist nicht auszuschliessen, dass Investoren sich zurückhaltender zeigen, wenn ein Emittent die in diesem Zusammenhang gewohnten Regeln innerhalb der EU nicht wie andere Emittenten erfüllt. Diesbezüglich ist auch zu erwähnen, dass im Jahre 2007 mit der TD und der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente⁵¹ («Mifid») neue Richtlinien in Kraft getreten sind, die den Handel auf geregelten Märkten wesentlich beeinflussen und den Grundsatz des «single markets» weiter vorantreiben. Gemeinsam ist beiden Richtlinien der Grundsatz der Transparenz und des Investorenschutzes⁵². An einem geregelten Markt zugelassene Effekten können frei auf allen geregelten Märkten gehandelt werden⁵³. Vor diesem Hintergrund ist nahezu ausgeschlossen, dass Investoren aus den zahlreichen EU-Staaten mit der bislang praktizierten «grandfathering-Regelung» betreffend MAD für Schweizer Emittenten, die dem EU-kompatiblen Segment angehören, vertraut sein könnten. Auch aus Emittentensicht ist deshalb das Kennen und der sichere Umgang mit den MAD-Regeln der gegenwärtigen Situation vorzuziehen.

Publications wurde auf S. 2 z.B. ausgeführt: «While we will be happy to discuss particular circumstances, we will not be providing formal binding guidance on whether a particular set of circumstances amounts to a public offer which requires the publication of a prospectus. Contravening sections 85 (1) or (2) FSMA (prohibition of dealing etc. in transferable securities without a prospectus) is a criminal offence. Where a person may be subject to the legislation concerning public offers, they should take legal advice on applying the legislation to their own circumstances. It is only in the full knowledge of all the relevant facts, including how the potential offer may be conducted, that it would be possible to come to any definitive view on whether their activities amount to a public offer which requires the publication of a prospectus.»

⁵¹ Richtlinie 2004/39/EC.

⁵² Siehe beispielsweise Einleitung Mifid Ziff. 2; Einleitung TD.

⁵³ Art. 40 Ziff. 5 Mifid.

⁴⁴ Vgl. WERLEN (FN 33) 777; FISCHER-APPELT/FAVRE (FN 13) 53.

⁴⁵ WERLEN (FN 33) 777.

⁴⁶ Beispielsweise Roche Holding AG, Nobel Biocare AG, The Swatch Group SA und Synthes Holding AG.

⁴⁷ Dass der Zeitablauf ein relevanter Aspekt ist, wurde bereits im Jahr 2005 erkannt (WERLEN (FN 33), 778).

⁴⁸ Dabei spielt die vermeintlich 9magische: Grenze von 10% für die MAD keine Rolle.

⁴⁹ TSCHÄNI/IFFLAND [FN 26], 762

⁵⁰ In der Publikation LIST! (Issue No. 10 – June 2005) der FSA, UKLA

[Rz 27] Was sind nun die praktischen Auswirkungen der vorstehend dargelegten Auffassung? Art. 6 Ziff. 1–4 MAD regeln im Kern drei Bereiche, die in der Praxis eine erhebliche Bedeutung haben und deren Handhabung sich im Vereinigten Königreich und in der Schweiz in wesentlichen Punkten unterscheidet. Es geht dabei um die Ad-hoc-Publizität, um Insiderlisten und um Management-Transaktionen. Nachfolgend wird aufgezeigt, inwiefern das Meldeverhalten der Emittenten zu modifizieren ist, um die Bestimmungen der MAD und den darauf basierenden DTR einzuhalten.

(3) Offenlegung von Insider-Informationen / Ad-hoc-Publizität

[Rz 28] Insider-Informationen sind Informationen, die präzise sind, direkt oder indirekt die Finanzinstrumente eines Emittenten betreffen, nicht öffentlich bekannt sind und die, falls sie öffentlich bekannt werden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente (oder sich darauf beziehender Derivate) erheblich zu beeinflussen⁵⁴. Auch das schweizerische Recht sieht eine Pflicht zur Offenlegung von kursrelevanten Tatsachen vor⁵⁵, allerdings verlangt Art. 6 Abs. 1 MAD, dass diese Informationen «as soon as possible» der Öffentlichkeit bekannt gegeben werden⁵⁶. Die SWX geht in den FAQ davon aus, dass diese Pflicht im Wesentlichen mit den entsprechenden Regeln in der Schweiz übereinstimmt⁵⁷. Diese Auffassung kann nicht vollumfänglich geteilt werden.

[Rz 29] Nach schweizerischer Konzeption sind Mitteilungen mit potenziell kursrelevantem Inhalt vom Emittenten zu veröffentlichen, sobald er von der Tatsache in den wesentlichen Punkten Kenntnis hat⁵⁸. Weiter gilt, dass diese Mitteilungen «nach Möglichkeit neunzig Minuten vor Handelsbeginn oder nach Handelsschluss zu publizieren» sind⁵⁹. Sollte ausnahmsweise eine Publikation während der Handelszeit oder weniger als neunzig Minuten vor Beginn der Handelszeit unumgänglich sein, so muss die Mitteilung der SWX spätestens neunzig Minuten vor der geplanten Publikation übermittelt werden⁶⁰. Erfahrungsgemäss hält die Praxis diese Regeln regelmässig ein. Sowohl im Bereich von M&A Transaktionen als auch bei der Bekanntgabe von Finanzkennzahlen wird Wert darauf gelegt, dass Ad-hoc-Meldungen ausserhalb der Handelszeit erfolgen.

⁵⁴ Art. 1 Ziff. 1 MAD, sec. 118C FSMA, DTR 2.2.

⁵⁵ Art. 72 Kotierungsreglement der SWX.

⁵⁶ Siehe auch Art. 2 MAD Implementing Directive (2003/124/EC) und 2.2.1 und 2.2.9 DTR.

⁵⁷ FAQ der SWX vom 3. März 2008, Ziff. D.6.; so bereits WERLEN (FN 33), 778. Der vorliegende Artikel fokussiert betreffend Ad-hoc-Meldungen lediglich auf den wesentlichen Unterschied mit Blick auf die Rechtzeitigkeit der Meldung. Ausführungen zu weiteren Differenzen wie den Geltungsbereich oder den Begriff der Kursrelevanz würden den Rahmen dieses Aufsatzes sprengen.

⁵⁸ Rz 5 der Ad hoc-Publizitäts-Richtlinie, RLAhP.

⁵⁹ Rz 11 RLAhP.

⁶⁰ Rz 12 RLAhP.

[Rz 30] Das Vereinigte Königreich kennt weder analoge Regelungen noch eine entsprechende Praxis. Im Vereinigten Königreich werden Ad-hoc-Meldungen zwar auch häufig am frühen Morgen veröffentlicht (die meisten von der FSA anerkannten Primary Information Providers [PIPs] beginnen um 7 Uhr morgens RIS Meldungen zu verbreiten). Andererseits ist es üblich und gestützt auf die Normen auch erforderlich, direkt in den laufenden Handel hinein zu melden, mit der Konsequenz von plötzlichen Kurssprüngen. Demgegenüber werden in der Schweiz plötzliche Kursauschläge wenn immer möglich vermieden. Die Meldung an die SWX neunzig Minuten vor der offiziellen Verbreitung erlaubt es der SWX, den Prozess vorzubereiten, damit bei einem allfälligen Kurssprung der Handel unterbrochen werden kann. Eine analoge Praxis ist im Vereinigten Königreich nicht bekannt.

[Rz 31] Diese unterschiedliche Meldepraxis, die sich auch in einem unterschiedlichen Regelwerk manifestiert, kann für die Emittenten im EU-kompatiblen Segment zum Problem werden. Wird beispielsweise ein Fusionsvertrag um 10 Uhr morgens unterzeichnet, sehen die DTR ein 90 Minuten Moratorium oder gar ein Warten bis nach Handelsschluss nicht vor. Es ist nicht so, dass die DTR keine praxisfreundliche Handhabung der Offenlegung von Ad-hoc-Meldungen erlauben⁶¹. Auch unter den Regeln der DTR besteht ein Ermessen zugunsten der Emittenten⁶² und es wird den Emittenten eine seriöse Vorbereitung zugestanden, um eine Meldung abzusetzen. Wenn allerdings ein Emittent der SWX einen Sachverhalt (SWX-regelkonform) meldet und dann noch 90 Minuten mit der Benachrichtigung der übrigen Marktteilnehmer zuwartet, dann ergibt sich mit Blick auf die DTR ein Widerspruch. Denn offensichtlich war der Emittent in der Lage, der SWX früher zu melden. «As soon as possible» gemäss den DTR verlangt damit per definitionem eine Meldung zum früheren Zeitpunkt. Damit stellt sich aber das Problem, dass ein Emittent im EU-kompatiblen Segment in diesen Fällen eigentlich nur entscheiden kann, wessen Regeln es verletzen will: diejenigen der SWX oder diejenigen der FSA. Es liegt eine eigentliche Normenkollision vor.

[Rz 32] Ergänzend ist zu erwähnen, dass die Aufschubtatbestände (die unter bestimmten Umständen erlauben, die Mitteilung relevanter Informationen aufzuschieben⁶³) nicht einschlägig sind und die erwähnte Normenkollision nicht aufzuheben vermögen. Die Praxis wird zeigen, wie die Emittenten und die beiden Regulatoren SWX und FSA mit dieser Situation umgehen werden.

[Rz 33] Die SWX geht davon aus, dass ihre Regeln zur Ad-hoc-Publizität denjenigen der FSA äquivalent seien⁶⁴. Dies

⁶¹ Vgl. beispielsweise die guidance in 2.2.9(2) DTR.

⁶² DTR 2.2.7.

⁶³ Vgl. Art. 6 Ziff. 2 MAD, DTR 2.5.1ff., Art. 72 Abs. 2 und 3 KR.

⁶⁴ FAQ der SWX vom 3. März 2008, Ziff. D.7. Für weitere diesbezügliche Zweifel zu Einzelaspekten siehe auch WERLEN (FN 33) in FN 41 seines Aufsatzes; TSCHÄNI/IFFLAND, (FN 26) S. 762.

erscheint auch als Grund dafür, dass – nach Auffassung der SWX – die SWX-Regeln zur Ad-hoc-Publizität weiterhin Geltung beanspruchen, selbst wenn die MAD auf den Emittenten anwendbar sei⁶⁵. In der MAD fehlen aber Bestimmungen, die (wie bei der TD) ein Ersatz der Bestimmungen durch gleichwertige Normen in einem Drittland ermöglichen würden. Die dargelegte Normenkollision lässt sich deshalb kaum durch den Hinweis auf die Weitergeltung von Art. 72 KR lösen, sondern die Normen der MAD bzw. der DTR dürften auf die Emittenten im EU-kompatiblen Segment integral anwendbar sein.

(4) Pflicht zur Führung von Insiderlisten

[Rz 34] Gemäss Art. 6 Abs. 3 (3) MAD sind Emittenten verpflichtet, ein Verzeichnis mit denjenigen Personen zu führen, die Zugang zu Insider-Informationen haben. Das Verzeichnis ist regelmässig zu aktualisieren und der Aufsichtsbehörde auf Anfrage zu übermitteln. Das Schweizerische Recht kennt keine entsprechende Verpflichtung⁶⁶; – allerdings wird nun von der SWX vorgeschlagen, im Rahmen der Revision des Kotierungsreglements eine entsprechende Verpflichtung der Emittenten einzuführen. Die entsprechenden Ausführungsbestimmungen im Vereinigten Königreich finden sich in DTR 2.8.⁶⁷ Die diesbezüglichen Pflichten des Emittenten unterscheiden sich je nach Geschäftsvorfall. Seitens des FSA wird etwa erwartet, dass die Emittenten für jeden Fall (z.B. eine Übernahme oder das Erstellen des Halbjahresabschlusses) separate und aktualisierte Insiderlisten erstellen. In diesem Zusammenhang wurde von der FSA die Tendenz gerügt, dass einzelne Emittenten in der Vergangenheit zu viele Insider in eine Transaktion eingeweiht haben⁶⁸. Die FSA hat aufgrund einer Marktuntersuchung verschiedene zu verbessernde Bereiche identifiziert und diesbezüglich konkrete Anregungen ausformuliert. Massgebend ist der «need to know»-Ansatz, der in einer Reihe von Empfehlungen (betreffend die Auswahl und Instruktion der involvierten Mitarbeiter aber auch betreffend die Organisation von sensiblen Dokumenten) näher detailliert wird⁶⁹. Die Insiderlisten sind mindestens fünf Jahre aufzubewahren⁷⁰ und werden von der FSA im Zusammenhang mit verdächtigen Markttransaktionen bisweilen eingefordert.

(5) Management-Transaktionen

[Rz 35] Dabei sind die Börsengeschäfte derjenigen Personen im Fokus, welche das kotierte Unternehmen führen.

Nach Schweizerischem Recht sind die Management-Transaktionen der Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsführung durch die Gesellschaft der Aufsichtsbehörde zu melden und werden von der SWX veröffentlicht, soweit die Transaktionen pro Monat den Grenzwert von CHF 100'000 übersteigen⁷¹. Demgegenüber sind die Regeln der MAD um einiges detaillierter⁷². Erfasst werden nicht nur die Mitglieder der allerersten Führungsebene, sondern alle Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen und regelmässig Zugang zu Insider-Informationen haben, ferner auch Dritte, die mit den erwähnten Führungspersonen «in enger Beziehung stehen», wie etwa Ehegatten, Kinder, Lebenspartner, aber auch eine von einem Geschäftsleitungsmitglied beherrschte juristische Person⁷³. Meldepflichtig ist nicht nur der Emittent, sondern alle relevanten Personen. Weiter gibt es keine Meldeschwelle. Alle Transaktionen – unabhängig von der Höhe des Betrags – sind der Aufsichtsbehörde via ein reguliertes Meldesystem (RIS) mitzuteilen. Die Möglichkeit, Transaktionen unter EUR 5000 von der Meldepflicht auszunehmen, wurde vom Vereinigten Königreich nicht wahrgenommen⁷⁴.

[Rz 36] Angesichts dieser markanten Differenzen im Bereich der Meldepflicht von Management-Transaktionen geht die SWX davon aus, dass Art. 74a KR in jenem Zeitpunkt nicht mehr anwendbar ist, in dem die MAD auf den Emittenten Anwendung findet⁷⁵. Dieser Auffassung ist – vor dem Hintergrund der dargelegten Ausführungen – ohne weiteres zuzustimmen.

[Rz 37] Mit Blick auf die in Artikel 6 Abs. 4 MAD geregelten Management-Transaktionen ist noch auf die Besonderheit hinzuweisen, dass die Ausnahmeregelung von Artikel 9 Abs. 3 MAD gemäss ihrem Wortlaut ohnehin nur Artikel 6 Abs. 1–3 MAD beschlägt. Eine Befreiung von Artikel 6 Abs. 4 MAD ist in der MAD nicht vorgesehen⁷⁶. Mit anderen Worten: MAD verlangt, dass Management-Transaktionen offengelegt werden, unabhängig davon ob ein Emittent die Zulassung zum geregelten Markt verlangt bzw. genehmigt hat oder nicht. Allerdings gewähren die Ausführungsbestimmungen im Vereinigten Königreich in DTR 3.1.1 i.V.m. dem Glossary eine diesbezügliche implizite Ausnahme durch die wortwörtliche Übernahme der Ausnahmeklausel von MAD Art. 9(3) in die Definition von «issuer»⁷⁷. Emittenten im EU-kompatiblen

⁶⁵ FAQ der SWX vom 3. März 2008, Ziff. D.7.

⁶⁶ Allerdings sind in der schweizerischen M&A-Praxis derartige Listen nicht selten und entsprechen wohl einer Best Practice (Tschäni/Iffland, (FN 26), 762).

⁶⁷ Siehe auch Art. 5 Commission Directive 2004/72/EC.

⁶⁸ Siehe FSA Publikation MarketWatch Nr. 21, July 2007, S. 3.

⁶⁹ MarketWatch (FN 68), S. 7.

⁷⁰ Art. 5 Ziff. 4 Commission Directive 2004/72/EC.

⁷¹ Art. 74a Kotierungsreglement.

⁷² Art. 6 Abs. 4 MAD. Die Ausführungsbestimmungen befinden sich in DTR 3.

⁷³ Art. 1 Commission Directive 2004/72/EC, ebenso FAQ der SWX vom 3. März 2008, Ziff. D.6; sec. 96B FSMA.

⁷⁴ Art. 6 Ziff. 2 Commission Directive 2004/72/EC i.V.m. DTR 3.

⁷⁵ FAQ der SWX vom 3. März 2008, Ziff. D.7.

⁷⁶ Gl.M. Werlen (FN 33), in FN 27 seines Aufsatzes; Christoph B. Bühler unter Mitarbeit von Conradin Cramer, Gesellschaftsrechtliche Governance, Offenlegung von Management-Transaktionen: Neue Leitplanken und Bodenwellen auf der Corporate-Governance-Schnellstrasse, in: Festschrift für Peter Böckli zum 70. Geburtstag, S. 497ff., S. 504f.

⁷⁷ Eine Ausnahme, die möglicherweise mit der MAD nicht völlig in

Segment können sich wohl darauf verlassen, dass die geltende Fassung von DTR 3 sie in der Vergangenheit nicht verpflichtete, Management-Transaktionen entsprechend den Regeln der MAD offenzulegen⁷⁸. Stimmt man allerdings den vorstehend dargelegten Ausführungen zur Nichtanwendbarkeit der Ausnahmeklausel von Artikel 9 Abs. 3 MAD für Emittenten im EU-kompatiblen Segment zu, so sind ab diesem Zeitpunkt auch die Management-Transaktionen entsprechend der MAD offenzulegen⁷⁹.

[Rz 38] Die internationalen Finanzmärkte bewegen sich alle in Richtung von mehr Transparenz und Offenlegung. Die schweizerischen Marktteilnehmer zeigen sich diesbezüglich oft zurückhaltend, manchmal (wenn es um die Offenlegung von privaten Finanzangelegenheiten der Führungskräfte geht) unter Hinweis auf den Vorwurf des Voyeurismus. Unabhängig davon, ob dieser Vorwurf allenfalls bei der Entlohnung von Verwaltungsrat und Management berechtigt sein könnte, erscheint eine Zurückhaltung im Zusammenhang mit Management-Transaktionen nicht als zeitgemäss⁸⁰. Es ist kein Geheimnis, dass Management-Transaktionen für Investoren relevante Informationen beinhalten. Dieses Wissen kann für den eigenen Anlageentscheid von Bedeutung sein. Ein effizienter Markt ist auf diese Art von Information aufgrund der Signalwirkung eines Kauf- oder Verkaufentscheides angewiesen. Schliesslich handelt es sich dabei um Personen, die den Emittenten und seine Zukunftsaussichten am besten beurteilen können. Es erscheint daher als folgerichtig, dass die Führung eines Unternehmens eine in diesem Bereich nachteilige Zurückhaltung überdenkt. Vor diesem Hintergrund sind die strengen Bestimmungen von Artikel 6 Abs. 4 MAD zu sehen und die Tatsache, dass im Vereinigten Königreich nicht einmal die (in der Commission Directive 2004/72/EC als Option vorhandene) Freigrenze von EUR 5000 zur Anwendung gelangt.

IV. Schlussfolgerungen

[Rz 39] Zusammenfassend ist festzuhalten, dass wenn nicht alle so zweifellos eine stattliche Anzahl der Emittenten, deren Aktien dem EU-kompatiblen Segment angehören, vollumfänglich den Regeln der MAD unterliegen, weil die Emittenten die Zulassung zum Handel auf einem geregelten Markt beantragt bzw. genehmigt haben. Damit sind in allen drei Bereichen (Ad-hoc-Publizität, Insiderlisten und Management-Transaktionen) die einschlägigen Normen der MAD bzw. der DTR einzuhalten und die entsprechenden Meldungen via RIS zu übermitteln. Auf das diesbezügliche vorhandene Konfliktpotential mit den Regeln der SWX wurde hingewiesen.

Übereinstimmung steht.

⁷⁸ Dies dürfte zumindest für die Emittenten gelten, deren Heim-Ausichtsbehörde die FSA ist.

⁷⁹ Ebenso BÜHLER/CRAMER (FN 76), S. 505.

⁸⁰ BÜHLER/CRAMER (FN 76), S. 517f.

[Rz 40] Welche Überlegungen kann sich ein betroffener Emittent machen? Für diese Emittenten wäre es nur vorsichtig, sich mit den spezifischen Regeln der DTR und der entsprechenden Offenlegungspraxis der FSA vertraut zu machen und eine eigene Position zu erarbeiten. Grundsätzlich ist es die Aufgabe des Emittenten sicherzustellen, dass er die anwendbaren Regeln zur Aufrechterhaltung der Kotierung einhält⁸¹. So wie die SWX grundsätzlich Sanktionen verhängen kann⁸², stehen der FSA analoge Befugnisse zu. In der SWX-Richtlinie betreffend Aufrechterhaltung der Kotierung im EU-kompatiblen Segment wird die Sanktionsbefugnis der relevanten zuständigen Behörde des betreffenden EU-Mitgliedstaates ausdrücklich vorbehalten⁸³.

[Rz 41] Wirft man einen Blick auf die möglichen Sanktionen der FSA, so sind insbesondere zwei Befugnisse zu erwähnen: a) die Möglichkeit den Handel der Beteiligungspapiere einzustellen⁸⁴, etwa bei einer Verletzung der Offenlegungsvorschriften und b) die Möglichkeit, den Emittenten zu disziplinieren (unlimitierte Bussen oder öffentliche Mitteilungen), etwa bei einer Verletzung der Prospekt-Vorschriften oder der Offenlegungsregeln⁸⁵. Zusätzlich ist zu erwähnen, dass gemäss sec. 91 FSMA nicht nur der Emittent selber, sondern im Falle der Unterlassung der Meldung von Management-Transaktionen auch die betreffenden Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsführung sowie sogar die mit diesen verbundenen Personen gebüsst werden können. Angesichts dieser äusserst nachteiligen Sanktionen erscheint eine vertiefte Auseinandersetzung mit den erwähnten Normen als unabdingbar. Mit Bezug auf die Emittentenpflichten gemäss PD und MAD wurde zwischen SWX und FSA offenbar vereinbart, dass die Entscheidung über die Federführung in der Regeldurchsetzung nach Möglichkeit gemeinsam zwischen den Behörden getroffen werden kann⁸⁶. Allerdings wurde bereits vor Jahren erkannt, dass in Konfliktfällen wohl die europäische Regelung massgebend sein wird⁸⁷.

RA Dr. iur. Urs Feller (zugelassen in der Schweiz und in England), Partner bei Prager Dreifuss Rechtsanwälte, Zürich

⁸¹ Vgl. vorne FN 50.

⁸² Gemäss Art. 34 des Zusatzreglements für die Kotierung im EU-kompatiblen Segment kann die SWX Sanktionen aussprechen, wenn der Emittent oder die betroffene Person die anwendbaren Bestimmungen nicht einhalten oder deren Anwendung nicht sicherstellen.

⁸³ Ziff. 28 der Richtlinie betreffend Anforderungen an die Aufrechterhaltung der Kotierung im EU-kompatiblen Segment der SWX, RA EU.

⁸⁴ 1.4.1 DTR; sec. 89L FSMA.

⁸⁵ Sec. 91 FSMA.

⁸⁶ Ziff. 48 der Regulatorischen Rahmenbedingungen für Emittenten, Handel von SWX-kotierten Effekten an SWX Europe, Ausgabe 03/08.

⁸⁷ Tschäni/Iffland (FN 26) S. 762.