

Dokument	AJP 2008 S. 1095
Autor	Urs Feller
Titel	Vergleich der Regeln zur Ad-hoc-Publizität für Emittenten, deren Aktien an der SWX und an der SWX Europe gehandelt werden
Seiten	1095-1106
Publikation	Aktuelle Juristische Praxis
Herausgeber	Arnold F. Rusch
Frühere Herausgeber	Ivo Schwander
ISSN	1660-3362
Verlag	Dike Verlag AG

Vergleich der Regeln zur Ad-hoc-Publizität für Emittenten, deren Aktien an der SWX und an der SWX Europe gehandelt werden

Urs Feller, Dr. iur., Rechtsanwalt, Solicitor (England & Wales), Zürich

Die Teilnehmer am Kapitalmarkt sind auf grösstmögliche Transparenz angewiesen. Ein bewährtes Mittel, Transparenz zu schaffen, sind Ad-hoc-Meldungen der kotierten Unternehmen. Dieser Aufsatz vergleicht die Praxis zu Ad-hoc-Meldungen in der Schweiz und im Vereinigten Königreich. Dies ist insbesondere für diejenigen Emittenten von Bedeutung, deren Aktien an der SWX Europe Ltd. gehandelt werden und die den einschlägigen Bestimmungen des europäischen Offenlegungsrechts unterstehen.

Depuis le 1^{er} juillet 2005, les actions des principaux émetteurs suisses sont négociées à Londres sur la plateforme de SWX Europe (précédemment virt-x). Dans ce contexte, quelles règles faut-il observer en matière d'annonces ad hoc? Dans la mesure où la dérogation de l'art. 9 al. 3 de la directive sur les abus de marché (MAD) ne peut être appliquée, ces émetteurs sont aussi soumis aux normes européennes en matière de publicité et aux lois de transposition au Royaume-Uni. Les principes inscrits dans les Disclosure and Transparency Rules (DTR) divergent parfois considérablement de la réglementation suisse (art. 72 du règlement de cotation de la SWX). Les deux pays attendent toutefois conjointement des émetteurs qu'ils maintiennent en état les systèmes d'information nécessaires pour annoncer en temps utile des faits susceptibles d'avoir une influence sur les cours. Des divergences surgissent non seulement pour la définition d'"information interne" (inside information), mais également pour le mode de publication, pour les conditions permettant de différer l'annonce, pour la procédure devant l'autorité de surveillance et pour les sanctions.

(trad. LT LAWTANK, Fribourg)

AJP 2008 S. 1095

Inhaltsübersicht

- I. Grundlagen
- II. Analyse
 - A. Der Tatbestand im Vereinigten Königreich
 - B. Ex-post und ex-ante Betrachtung des Begriffs der inside information
 - C. Kursrelevante Tatsache nach der Praxis der SWX und der Lehre in der Schweiz
 - D. Im eigenen Tätigkeitsbereich eingetreten
 - E. Kenntnis der Tatsache im Unternehmen (Informationssysteme)
 - F. Art der Bekanntgabe der Information
 - G. Bekanntgabeaufschub
 - H. Selektive Offenlegung
 - I. Umgang mit Gerüchten
 - J. Verfahren der FSA im Vergleich zur SWX
- III. Schlussbemerkungen

I. Grundlagen

1. Die Pflicht zur Bekanntgabe kursrelevanter Tatsachen gehört zu den Kernpflichten jedes börsenkotierten Unternehmens. Diese Pflicht stützt sich auf Art. 72 des Kotierungsreglements ("KR") der SWX Swiss Exchange AG ("SWX") ab. Zentrale Ziele der Ad-hoc-Publizität sind die Herstellung grösstmöglicher Chancengleichheit für die Anleger, Transparenz sowie die Prävention von Insiderhandel. Wo alle wesentlichen Informationen im Markt sind, wird Insiderhandel bestmöglich vermieden.

2. Gestützt auf die in der Börsengesetzgebung enthaltene Kompetenz zum Erlass von Regeln (Art. 8 BEHG) hat die SWX die Richtlinie betreffend Ad-hoc-Publizität ("RLAhP") erlassen und deren Bestimmungen ferner mit einem ausführlichen Kommentar¹ erläutert und konkretisiert.

3. Für schweizerische Emittenten, deren Aktien an der SWX Europe Ltd. (früher virt-x, nachfolgend "SWX Europe") gehandelt werden, ergeben sich ferner Besonderheiten im Rahmen der Ad-hoc-Publizität. Je nachdem, ob diese Emittenten von der Ausnahmebestimmung gemäss Art. 9 Abs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie² ("MAD") Gebrauch machen können, unterliegen diese Emittenten auch den einschlägigen Normen des europäischen Offenlegungsrechts³. Alle am 1. Juli 2005 an der SWX kotierten und bereits zum Handel auf der SWX Europe Ltd. zugelassenen Beteiligungsrechte wurden dem sog. EU-kompatiblen Segment der SWX zugewiesen, sofern der Emittent nicht eine besondere Erklärung abgab, ins UK Exchange Regulated Market Segment wechseln zu wollen⁴. Die Mehrheit der Emittenten gab keine solche Erklärung ab und wurde daraufhin dem EU-kompatiblen Segment zugeteilt⁵. Im Rahmen der einschlägigen Bestimmungen kann ein Emittent das Segment auch wechseln. Kürzlich hat etwa Kudelski S.A. einen Antrag auf Umteilung vom EU-kompatiblen zum Hauptsegment der SWX gestellt, der von der SWX am 6. Juni 2008 gutgeheissen und anschliessend auch in der Tagespresse publiziert wurde⁶.

4. Für die meisten Emittenten des EU-kompatiblen Segments ist heute innerhalb der EU die englische Financial Services Authority ("FSA") die Heim-Aufsichtsbehörde⁷. Auch wenn

¹ Kommentar RLAhP der SWX.

² Richtlinie 2003/6/EC.

³ Vgl. im Detail: Urs Feller, Relevanz der EU-Finanzmarktrichtlinien für Schweizer Unternehmen, deren Aktien an der SWX Europe gehandelt werden, in: Jusletter 19. Mai 2008.

⁴ Art. 38 des Zusatzreglements für die Kotierung im EU-kompatiblen Segment der SWX.

⁵ Siehe http://www.swx.com/admission/listing/equity_market/eu_compatible/issuer_list_de.html.

⁶ NZZ vom Freitag, 27. Juni 2008, Nr. 148, S. 38.

⁷ Regulatorische Rahmenbedingungen für Emittenten, Handel von SWX-kotierten Effekten an SWX Europe, Anhang (Ausgabe 03/08) S. 15.

AJP 2008 S. 1095, 1096

ein Schweizer Emittent, dessen Aktien an der SWX Europe gehandelt werden, eine andere Heim-Aufsichtsbehörde als die FSA gewählt hat, untersteht der Emittent dennoch der Aufsicht durch die FSA aufgrund der Tatsache, dass die Aktien des Emittenten auf einem geregelten Markt im Vereinigten Königreich zugelassen sind. Anders als die Regeln der SWX betreffend Ad-hoc-Publizität stellen die Regeln des Vereinigten Königreichs nämlich nicht auf den Gesellschaftssitz ab.

5. Das Äquivalent zu Art. 72 KR findet sich im Vereinigten Königreich in Art. 6 Ziff. 1 MAD, welcher durch sec. 118C des Financial Services and Markets Acts ("FSMA") ins Landesrecht übernommen und seinen Niederschlag in den Disclosure and Transparency Rules ("DTR"), vorab in Rule 2.2, gefunden hat.

6. In den nachfolgenden Ausführungen wird die aktuelle Praxis im Vereinigten Königreich zu ausgewählten Aspekten der Ad-hoc-Publizität dargestellt und in verschiedenen Punkten mit der Praxis in der Schweiz verglichen; ferner wird auf relevante Differenzen hingewiesen.

II. Analyse

A. Der Tatbestand im Vereinigten Königreich

1. Rule 2.2.1 R⁸ der DTR besagt: "An *issuer* must notify a RIS as soon as possible of any *inside information* which directly concerns the *issuer* unless DTR 2.5.1 R⁹ applies."¹⁰

2. Zunächst ist zu prüfen, ob es sich beim Emittenten um einen *issuer* im Sinne der DTR handelt. Diesbezüglich kann auf die Ausführungen in einem früheren Aufsatz verwiesen werden¹¹, in dem die Auffassung begründet wird, dass die DTR von einer Vielzahl von Schweizer Emittenten, deren Aktien im EU-kompatiblen Segment gehandelt werden, einzuhalten sind.

3. Ein zweifellos wichtiges Element der Ad-hoc-Offenlegungspflicht besteht in der Bestimmung dessen, was die *inside information* ausmacht. Die DTR bzw. der FSMA definieren *inside information* wie folgt:

"inside information is information of a precise nature which:

(i) is not generally available,

(ii) relates, directly or indirectly, to one or more issuers of the qualifying investments or to one or more of the qualifying investments, and

(iii) would, if generally available, be likely to have a significant effect on the price of the qualifying investments or on the price of related investments."¹²

⁸ Der Grossbuchstabe "R" im Handbuch der FSA weist darauf hin, dass es sich im Gegensatz zu blosser Guidance "G" um eine Rule handelt. Der Unterschied zwischen einer Rule und einer Guidance liegt darin, dass eine Rule zu befolgen ist, eine Guidance indessen bei der Auslegung der Rule hilft (FSA Handbook GEN 2.2.2 G). Gemäss Jonathan Marsh und Brian McDonnell gibt es keine Vermutung, dass die Nichtbeachtung von Guidance der Verletzung einer Rule gleichgestellt wäre. Guidance hat aber immerhin den Vorteil, dass bei Beachtung der Guidance davon ausgegangen wird, dass keine Rule verletzt wurde (Jonathan Marsh/Brian McDonnell, A Practitioner's Guide to Inside Information, London 2006, 8). Betreffend der Wirkung von Guidance siehe auch das FSA Decision Procedure and Penalties Manual: DEPP 6.2.1(4).

⁹ Die zulässigen Aufschubtatbestände werden nachfolgend behandelt.

¹⁰ Begriffe in *kursiver Schrift* in den DTR weisen darauf hin, dass es sich um einen im glossary definierten Begriff handelt (siehe FSA Handbook GEN 2.2.6 G).

¹¹ Feller (FN 3), Rz 17 ff.

¹² Art. 118C FSMA.



4. Nützlicherweise besteht eine grosse Menge an formeller und informeller Guidance, was damit eigentlich gemeint ist¹³. Eine wichtige und wohl auch entscheidende Auslegungshilfe ist der "Reasonable Investor Test", der sich in DTR 2.2.4 G befindet¹⁴:

"In determining the likely price significance of the information an *issuer* should assess whether the information in question would be likely to be used by a reasonable investor as part of the basis of his investment decisions and would therefore be likely to have a significant effect on the price of the *issuer's financial instruments*."

5. Abzustellen ist somit darauf, ob ein vernünftiger und verständiger Investor die fragliche Information als Grundlage für seinen Investitionsentscheid wahrscheinlich heranziehen würde und diese Information somit wahrscheinlich einen signifikanten Effekt auf den Preis der Wertpapiere des Emittenten hätte.

6. Damit gibt es unter der MAD keine eigentliche Liste von offenlegungspflichtigen Tatbeständen, die herangezogen werden kann. Vielmehr muss der Emittent sein Ermessen einsetzen und bei jeder Information abschätzen, ob es sich um *inside information* handelt oder nicht¹⁵. Immerhin haben die FSA, die SWX und auch das Committee of European Securities Regulators¹⁶ ("CESR") eine Liste mit Sachverhalten erstellt, die eine erste Orientierungshilfe bieten¹⁷.

AJP 2008 S. 1095, 1097

7. In Juristenkreisen wird zwangsläufig eine präzise Liste mit meldepflichtigen Sachverhalten bevorzugt, allerdings lassen sich nicht alle offenlegungspflichtigen Informationen in einer abschliessenden Liste erfassen. Häufig sind die Emittenten selbst und allenfalls auch deren Finanzberater besser qualifiziert, um die Wahrscheinlichkeit einer wesentlichen Kursbewegung zu bestimmen. Anwaltsbüros verfügen zudem in aller Regel nicht über einen Zugang zu real-time Handelsdaten (Bloomberg Terminal etc.), der es ihnen erlauben würde, das Marktgeschehen in der nötigen Durchdringung zu beobachten und zu kommentieren. Anwälte werden von Emittenten indessen beigezogen, um im Unternehmen die regulatorischen Grundsätze (Inhalt und Umfang der Meldepflichten bzw. einzelner Meldungen, zeitliche Abläufe, erforderliche Informationssysteme, Strukturierung der Entscheidungsprozesse) umzusetzen und die verantwortlichen Entscheidungsträger mit Know-how zu unterstützen.

8. Häufig weiss die Geschäftsleitung eines Unternehmens genau, welche Informationen den Preis ihrer Wertpapiere bewegt. Bei einem Detailhandelsunternehmen mögen das die Umsatzzahlen im Vergleich zum Vorjahr oder die Entwicklung der Margen sein, bei einem Minenunternehmen die Meldung neuer Funde, bei einem Biotechunternehmen das Erreichen von wichtigen Testphasen für Medikamente und bei Banken im Jahr 2008 der Umfang von Positionen in US-subprime-market. Durch den Umgang mit Analysten sind Geschäftsleitungsmitglieder darauf sensibilisiert, welche Sachverhalte vom Markt voraussichtlich als wesentlich beurteilt werden. Nicht notwendig ist es, die Richtung der Kursbewegung richtig vorausszusehen. Es genügt, wenn eine signifikante Kursbewegung wahrscheinlich ist¹⁸.

13 Siehe beispielsweise die Publikation der UK Listing Authority List! Nr. 9 vom Juni 2005: http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/list_jun05.pdf.

14 Der Grossbuchstabe "G" im Handbuch der FSA weist darauf hin, dass es sich im Gegensatz zu einer Rule "R" um formelle Guidance im Sinne von sec. 157 FSMA handelt.

15 DTR 2.2.7.

16 Als Zusammenschluss der Regulatoren der EU-Mitgliedsländer hat CESR eine besondere Stellung.

17 Siehe betreffend FSA: DTR 2.2.6; SWX: Kommentar RLAhP N 13 ff.; und die eineinhalb Seiten füllende Liste von CESR in: Market Abuse Directive - Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market (http://www.cesr.eu.org/index.php?page=contenu_groups&id=22&docmore=1#doc).

18 So könnte z.B. mit einer Put-Call-Kombination von einer signifikanten Kursbewegung profitiert



9. Schwieriger kann sich der Umgang mit Tatsachen gestalten, die nichts mit dem täglichen Geschäftsgang zu tun haben, wie beispielsweise einer M&A-Transaktion. Je nach Art der Situation kann hier Spezialwissen gefragt sein, ob eine Transaktion wahrscheinlich zu einer signifikanten Kursbewegung führt. Neben dem Preis des zu kaufenden Unternehmens können weitere Überlegungen eine Rolle spielen, wie beispielsweise die gegenwärtige Marktstimmung oder die Reife des spezifischen Markts.

10. Der Begriff der *inside information* bekommt demnächst zusätzliche Farbe durch eine erwartete Publikation von CESR zu diesem Thema. CESR hat angekündigt, dass später im Jahr 2008 eine Konsultation zum Begriff der *inside information* durchgeführt werden soll¹⁹.

11. Liegen die Tatbestandsmerkmale des *issuer* und der *inside information* vor (und kann kein Grund für einen Bekanntgabeaufschub geltend gemacht werden), so bestimmt DTR 2.2.1 als Rechtsfolge die Offenlegung dieser Information und zwar "as soon as possible". Die Marktpraxis zeigt, dass der Begriff im Vereinigten Königreich eng ausgelegt wird, was eine kurze Reaktionszeit zur Folge hat, eher Stunden als Tage²⁰. Bei einem unerwarteten Ereignis ist ein kurzer Aufschub erlaubt, um den Sachverhalt abzuklären. Allerdings sollte in einem solchen Fall unverzüglich eine Kurzmeldung²¹ mit dem bisher bekannten Sachverhalt abgesetzt werden, den Gründen weshalb vorläufig keine umfassende Meldung möglich ist und einer Zusicherung, weitere Details baldmöglichst zu veröffentlichen²². Dadurch kann sichergestellt werden, dass Investoren einen informierten Investitionsentschluss unter Einbezug der bestehenden Unsicherheit fassen können.

12. Es stellt sich die Frage, wie mit einem Sachverhalt umzugehen ist, der sich während der Handelszeit ereignet. Wie bereits an anderer Stelle dargelegt²³, besteht hier ein wesentlicher Unterschied zwischen den Regeln der FSA und den Regeln der SWX, da letztere eine Meldung während der Handelszeit nur ausnahmsweise und unter strengen Voraussetzungen zulassen. Im Vereinigten Königreich wird demgegenüber eine Meldung "as soon as possible" verlangt²⁴. Es ist daher üblich und gestützt auf die Normen auch erforderlich, direkt in den laufenden Handel hinein zu melden mit der Konsequenz von plötzlichen Kurssprüngen. Ein Blick in Meldungen der im FTSE-100 zusammengefassten Emittenten an einem beliebigen Tag zeigt, dass Meldungen zu jeder Tageszeit abgesetzt werden²⁵. Solches wäre in der Schweiz unüblich. 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. Der Handel wird traditionellerweise nur eingestellt, wenn der Emittent nicht in der Lage ist, seinen Offenlegungspflichten nachzukommen²⁶.

13. Diese unterschiedliche Meldepraxis, die sich auch in einem unterschiedlichen Regelwerk manifestiert, kann Emittenten im EU-kompatiblen Segment Schwierigkeiten bereiten. Wird beispielsweise ein Fusionsvertrag um 10 Uhr morgens unterzeichnet, sehen die DTR ein 90 Minuten

werden, unabhängig davon, ob der Preis nach oben oder unten ausschlägt.

19 Market Abuse Directive - Level 3 - Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market (http://www.cesr.eu/index.php?page=consultation_details&id=112).

20 Marsh/McDonnell (FN 8), 48.

21 Ein sogenanntes holding announcement.

22 DTR 2.2.9 G (2).

23 Feller (FN 3), Rz 29 ff.

24 DTR 2.2.1.

25 Siehe beispielsweise auf <http://www.investegate.co.uk/Index.aspx?ftse=1>. Die gefundenen Daten hängen vom Datum ab, an dem die Webseite angewählt wird.

26 DTR 1.4.1.

AJP 2008 S. 1095, 1098

Moratorium oder gar ein Warten bis nach Handelsschluss nicht vor. Es liegt eine Normenkollision vor, die den Emittenten in eine Zwickmühle bringen kann. Die Praxis wird zeigen, wie Emittenten mit dieser Normenkollision umgehen und wie die beiden Regulatoren SWX und FSA darauf reagieren werden. In den meisten Fällen sollte sich ein Konflikt durch eine geschickte Vorausplanung vermeiden lassen.

B. Ex-post und ex-ante Betrachtung des Begriffs der inside information

1. Der Emittent verwendet logischerweise eine ex-ante Perspektive, wenn er entscheidet, ob *inside information* vorliegt oder nicht. Demgegenüber steht beim Regulator die ex-post Betrachtung im Vordergrund und er muss sich das ex-ante Wissen des Emittenten erst noch aneignen. Mit anderen Worten: Der Regulator wird häufig nur dann auf einen Sachverhalt aufmerksam, wenn eine signifikante Kursbewegung das Vorhandensein von *inside information* vermuten lässt. Dies ergibt sich bereits aus dem Umstand, dass dem Regulator im Gegensatz zum Emittenten das erforderliche sektorspezifische Fachwissen häufig fehlen dürfte, um *inside information* zu identifizieren. Erst die Kursbewegung ist das Indiz, das den Regulator auf den Plan ruft. Aus dieser initialen ex-post Betrachtung ergeben sich zwei Konsequenzen. Erstens werden all jene Fälle, in denen *inside information* in Verletzung der anwendbaren Regeln gehandhabt wird, diese aber aus welchem Grund auch immer (z.B. überschattende makroökonomische Vorfälle) nicht zu einer signifikanten Kursbewegung führt, kaum entdeckt und damit auch nicht sanktioniert. Zweitens können auch Kursbewegungen die Aufmerksamkeit des Regulators auf sich ziehen, in denen keine *inside information* vorlag, sondern die Kursbewegung einen anderen Hintergrund hat²⁷.

2. Aus Emittentensicht ergeben sich aus dieser Situation folgende Konsequenzen. Der Emittent muss jederzeit in der Lage sein, gegenüber einem Regulator einerseits die Chronologie eines Sachverhaltes und andererseits die Begründung, warum dieser Sachverhalt als *inside information* qualifiziert oder nicht, mit nachvollziehbaren Gründen darzulegen. Dies erfordert eine entsprechende Aktenführung und Kontrollsysteme (mehr dazu lit. E hinten).

C. Kursrelevante Tatsache nach der Praxis der SWX und der Lehre in der Schweiz

1. Der Begriff der "kursrelevanten Tatsache" ist in der Schweiz das Äquivalent für den Begriff der *inside information*. Nachstehend wird in einer kurzen Übersicht auf relevante Aspekte der Ad-hoc-Publizität nach schweizerischer Praxis eingegangen.

2. Im Zusammenhang mit dem Begriff der "Tatsache" ist von Bedeutung, dass Ideen, Planungsvarianten oder Absichten nicht unter die Ad-hoc-Publizität fallen²⁸. Der Tatsachenbegriff wird in der Praxis der SWX durchaus weit ausgelegt²⁹. So wurde etwa festgehalten, dass auch eine grundlegende Strategieänderung als Tatsache im Sinne des KR gilt³⁰, weil diese als verbindliches, durch die Unternehmung zu verfolgendes Ziel definiert ist, die einen deutlich höheren Konkretisierungsgrad aufweist, als eine reine Idee oder Planungsvariante.

²⁷ Als Beispiel kann die Kursbewegung der Aktien der Swiss Re am 16. Juli 2008 angeführt werden, welche als irrationale Reaktion des Marktes auf eine bereits bekannte Position der Swiss Re in Freddie Mac und Fannie Mae erachtet wurde. Der Kurs der Swiss Re verlor vorübergehend rund 9%. Die Position dürfte nicht als *inside information* qualifizieren, da es sich um eine bereits bekannte Tatsache handelte. Ein rationaler Investor dürfte diese erneute Meldung einer bereits zuvor bekannten Position kaum als Basis eines Investitionsentscheides heranziehen.

²⁸ Kommentar RLAhP N 3.

²⁹ Andrea Huber/Michael Gruber, Ad hoc-Publizität: Gleichbehandlung im Kapitalmarkt, Jusletter 27. Juni 2005, Rz 3.

³⁰ Entscheid betreffend Think Tools, 20. Juni 2002, Huber/Gruber (FN 29), Rz 65 ff.



3. *Personelle Änderungen*: Eine im Verwaltungsrat diskutierte und möglicherweise in Aussicht genommene Entlassung eines Geschäftsleitungsmitglieds ist keine "Tatsache" und unterliegt keiner sofortigen Meldepflicht. Wird die Entlassung erst ausgesprochen, wenn ein Nachfolger gefunden ist, so kann die Meldung der Entlassung an der gleichen Pressekonferenz wie die Neubesetzung mitgeteilt werden. Anders ist allerdings zu entscheiden, wenn ein Geschäftsleitungsmitglied selbst die Kündigung einreicht. Dann liegt keine "Planung" des Unternehmens vor und die Tatsache der Kündigung ist unverzüglich bekannt zu machen. Im Zusammenhang mit der Neuanstellung eines Mitglieds des Management Committees (Head of Global Human Resources) eines Emittenten hat die SWX kürzlich einen Verweis ausgesprochen, weil die Gesellschaft die Arbeitnehmer um 12.00 Uhr und die Medien um 12.30 Uhr informierte, was als Verstoß gegen die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer beurteilt wurde³¹. Zugleich unterliess die Gesellschaft eine (rechtzeitige) Meldung 90 Minuten im voraus an die SWX, wie dies Art. 7 RLAhP für Publikationen während der Handelszeit verlangt.

4. *Prognosen*: Diesbezüglich wird zwischen Prognosen unterschieden, die blosser Erwartungen oder Hoffnungen widerspiegeln und andererseits Prognosen, die sich auf eine substantielle Faktenbasis stützen³². Letztere werden als relevante Tatsachen betrachtet, wobei Abgabezeitpunkt, das Risiko der Prognose und die Person, welche die Prognose abgibt, für die

AJP 2008 S. 1095, 1099

Beurteilung beizuziehen sind³³. Erfolgt die Prognose etwa nach Abschluss des Geschäftsjahrs, aber noch vor der Veröffentlichung der Jahresrechnung, und wird sie von einem Mitglied der Geschäftsleitung geäußert, so wurde die Prognose von der Zulassungsstelle als Tatsache qualifiziert³⁴. In diesem Fall erklärte der CEO und Verwaltungsratspräsident des Emittenten zunächst, dass die Gesellschaft im laufenden Jahr mit Sicherheit Gewinne schreiben werde, später wurde für das Jahr mit einem kleinen Gewinn gerechnet, noch vor Abschluss des Geschäftsjahrs war klar, dass insgesamt für dieses Jahr Verluste resultieren würden, was zwar öffentlich bekannt gegeben wurde, aber nicht in der Form einer Ad-hoc-Meldung.

4.1. Gemäss Praxis des Ausschusses der Zulassungsstelle haben Finanzzahlen eines Emittenten insbesondere dann das Potenzial, den Kurs zu beeinflussen, wenn die Finanzzahlen nicht den vom Emittenten abgegebenen Prognosen entsprechen (sog. Gewinnwarnung)³⁵. Gewinnwarnungen sind demzufolge dann gemäss Art. 72 KR zu publizieren, wenn die vom Unternehmen geweckten Erwartungen betreffend Umsatz oder Ertrag nachträglich korrigiert werden müssen³⁶.

4.2. Gemäss herrschender Praxis besteht allerdings keine Bekanntgabepflicht, wenn Erwartungen von einem Dritten (und somit nicht vom Emittenten) geweckt wurden, die sich nachträglich als falsch erweisen³⁷. Diesbezüglich kann es aber ratsam sein, die Öffentlichkeit bei zu starken Abweichungen von den Markterwartungen über die aktuellen Prognosen des Unternehmens zu informieren.

5. Im Zusammenhang mit eigentlichen Gewinneinbrüchen (und analog bei Gewinnsprüngen) ist der Markt umgehend zu informieren, unabhängig davon, ob der Emittent im Markt eine Erwartungshaltung hinsichtlich des zu erreichenden Verlusts bzw. Gewinns geschaffen hat oder nicht³⁸.

31 SaKo/AHP/VI/2007 vom 31.1.2008.

32 Peter Ch. Hsu, Ad-hoc-Publizität, SSHW 194, Diss. Zürich 2000, 134.

33 Kommentar RLAhP N 3.

34 ZUL-AHP-II/04.

35 ZUL-AHP-II/04 Rz 21.

36 DK-AHP-I/03.

37 Huber/Gruber (FN 29), Rz 10.

38 Fall Nr. 4 Praxis Ad hoc-Publizität; dabei ging es um einen Gewinneinbruch von 80% im ersten



6. *Kursrelevanz*: Im SWX-Kommentar wird die "erhebliche Kursrelevanz" dann bejaht, wenn ein durchschnittlicher Marktteilnehmer die in Frage stehende Tatsache zur Grundlage einer Investitionsentscheidung machen würde. Zu fragen ist: "Würde ein durchschnittlicher Marktteilnehmer³⁹ aufgrund der neuen, noch nicht veröffentlichten Tatsache das betreffende Wertpapier kaufen, verkaufen bzw. weiterhin halten, weil er glaubt, dass der aktuelle Kurs diese Tatsache unzureichend reflektiert?"⁴⁰

6.1. Betreffend Kursrelevanz wird in der Schweiz bisweilen davon ausgegangen, dass ein Kurssprung ab 10% als kursrelevant zu betrachten ist⁴¹. Diese Position dürfte zu einseitig auf einen prozentualen Ansatz fokussieren⁴². So ist beispielsweise eine 10%-Schwelle bei einem defensiven Titel vermutlich viel zu hoch und bei einem volatilen High-Tech-Titel wohl zu niedrig. Es ist auch zu beachten, dass eine 1%-Kurssteigerung in einem um 12% fallenden Markt sehr wohl kursrelevant sein kann. Ebenso sind Branchenindizes als Vergleichswerte heranzuziehen.

6.2. Böckli geht statt von einer starren Schwelle von vier Elementen der Kursrelevanz aus: (i) dem bisherigen Informationsverhalten des Emittenten, (ii) dem Überraschungseffekt, (iii) der Liquidität des Titels, und (iv) der Marktverfassung⁴³.

7. Wie sich in der Vergangenheit zeigte, erscheint zusätzlich auch die Standardabweichung der durchschnittlichen Tagesrenditen als relevanter Gesichtspunkt⁴⁴. Die Standardabweichung der durchschnittlichen Tagesrenditen gibt Aufschluss darüber, wie grosse "Sprünge" der Kurs des Emittenten an einem "normalen" Tag macht. Eine signifikante Abweichung von dieser Standardabweichung könnte mit einem Ad-hoc-meldepflichtigen Umstand in Zusammenhang stehen. Wertschriften mit geringer Liquidität tendieren dazu, stärker auszuschlagen, auch dies ist bei der Beurteilung mit einzubeziehen. Weiter ist zu erwähnen, dass bei der Bestimmung der Kursrelevanz nicht nur der Börsenkurs der Aktien, sondern etwa auch Credit Default Swaps (CDS) als erstaunlich verlässlicher Indikator (vor allem bei Emittenten von Anleihen oder bei Aktien mit geringer Liquidität) dienen können. Zudem können markante Veränderungen der CDS-Kurve beigezogen werden, wenn zwei oder mehr Tatsachen den Kurs beeinflusst haben könnten und unklar ist, welche Tatsache welchen Einfluss gespielt haben könnte. So kann beispielsweise eine Gewinnwarnung auf die CDS-Kurve eines Emittenten einen ungleich markanteren Einfluss haben, als etwa der Entscheid der Notenbank, den Leitzins zu erhöhen. Bei der Benutzung von CDS-Kurven kann sich allerdings die Schwierigkeit ergeben, dass brauchbare Daten nicht immer erhältlich sind. Schliesslich ist zu bemerken, dass für die Bestimmung der Kursrelevanz einer Tatsache bisweilen auch ein Expertenurteil beigezogen wird⁴⁵.

8. Wie sich aus den vorstehenden Ausführungen ergibt, sind die schweizerischen Meldefälle häufig konkreter umschrieben, als dies im Vereinigten Königreich der Fall ist. Dort wird der Begriff der *inside information* bewusst vage

AJP 2008 S. 1095, 1100

gehalten, was - wie sich leicht erkennen lässt - mit Vor-, aber auch mit Nachteilen verknüpft ist. Allerdings wird auch in der Schweiz darauf hingewiesen, dass die einschlägigen Listen mit potenziell kursrelevanten Tatbeständen nur als Beispiele

Halbjahr.

³⁹ Dies ist wohl das Gegenstück des reasonable investors im Vereinigten Königreich.

⁴⁰ Kommentar RLAhP, Rz 4 N 1 f.

⁴¹ Eher kritisch: Daniel Daeniker, Thesen zur Haftung für Ad-hoc Publizität, GesKR 2006, 141.

⁴² Siehe DTR 2.2.4 G (2) und Fall *Woolworths*, para. 5.3: http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/woolworths_11jun08.pdf.

⁴³ Peter Böckli, Schweizer Aktienrecht, 3. Aufl., Zürich 2004, 704.

⁴⁴ RLAhP, Rz 4.

⁴⁵ Mehr dazu siehe lit. J hinten.



verstanden werden dürften und eine derartige Liste keineswegs abschliessend ist⁴⁶. Im Ergebnis erscheinen die Konzepte als vergleichbar praxistauglich, wobei die in der Schweiz verfügbaren Informationen (beispielsweise der leicht zugängliche und mit Beispielen versehene Kommentar der SWX zur RLAhP) es den Emittenten leichter ermöglicht, ihre Offenlegungspflichten mit geringerem Aufwand zu erfüllen.

D. Im eigenen Tätigkeitsbereich eingetreten

1. Art. 72 KR verlangt die Offenlegung von Tatsachen, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind, Tatsachen die ihren Ursprung ausserhalb des Unternehmens haben, werden von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität nicht erfasst⁴⁷. Führt aber ein Aussenereignis zum Eintritt einer potenziell kursrelevanten Tatsache innerhalb des Emittenten, so hat eine Ad-hoc-Mitteilung zu erfolgen⁴⁸. Daeniker stellt richtigerweise fest, dass die MAD eine solche Einschränkung nicht kennt⁴⁹. Es ist nicht geklärt, ob dies zu einer unterschiedlichen Beurteilung durch SWX und FSA führen könnte. Die Ausführungen im Kommentar der SWX betreffend Innenwirkung eines Aussenereignisses lassen vermuten, dass die beiden Regelwerke zu übereinstimmenden Ergebnissen führen sollten. Führt z.B. ein Land eine neue Steuer ein, die einen Emittenten direkt betrifft, so liegt ein Aussenereignis mit relevanter Innenwirkung vor. Ist diese Tatsache oder der genaue Umfang der Belastung aber für Investoren nicht sofort ersichtlich und reflektiert der Börsenkurs deshalb diese neue Entwicklung nicht umgehend, so würde eine entsprechende Ad-hoc-Mitteilung erwartet, weil *inside information* vorliegt.

2. Die SWX erachtet beispielsweise den Entscheid einer Wettbewerbs- oder Aufsichtsbehörde, den Konkurs eines wichtigen Vertragspartners oder wesentliche Gerichtsfälle als Aussenereignisse mit entsprechender interner Wirkung⁵⁰. Die FSA hat früh erkannt, dass Bekanntmachungen von Wettbewerbsbehörden, Entscheide über Medikamentenzulassungen oder auch Entscheide der FSA selber kursrelevant sein können. Deshalb hat die FSA mit den wichtigsten Behörden im Vereinigten Königreich ein Abkommen getroffen, wonach sich diese Behörden verpflichten, für die Bekanntgabe kursrelevanter Informationen betreffend kotierte Emittenten ihrerseits das übliche regulatory information system (RIS) zu benutzen, auf denen auch die Emittenten ihre kursrelevanten Informationen verbreiten⁵¹.

E. Kenntnis der Tatsache im Unternehmen (Informationssysteme)

1. Kenntnis einer offenkundigen Tatsache liegt nach der Praxis der SWX vor, wenn das erforderliche Wissen im Bereich der Geschäftsführung (ein Mitglied der GL oder des exekutiven VR) oder bei einem nicht exekutiven Verwaltungsrat vorhanden ist und bei dieser Person die Kenntnis in wesentlichen Punkten gegeben ist⁵². Mit dem Begriff der Geschäftsführung werden nicht nur Mitglieder von GL und VR erfasst, sondern auch andere Personen, die in massgeblicher Weise die Willensbildung des Emittenten bestimmen⁵³. Wenngleich auch hier gewisser Spielraum besteht (etwa indem der Informationsfluss durch den Emittenten klar vorgegeben wird), besteht ein recht zuverlässiger Indikator, wann das Wissen vorliegt. Es würde Art. 72 KR in grober Weise widersprechen, das Vorliegen einer Tatsache (bzw. Wissen) erst dann anzunehmen, wenn ein formeller Beschluss, z.B. des Verwaltungsrats, ergangen ist⁵⁴.

46 Kommentar RLAhP, Rz 3 N 1.

47 Kommentar RLAhP, Rz 3 N 8.

48 Kommentar RLAhP, Rz 8.

49 Daeniker (FN 41), 141.

50 Kommentar RLAhP, Rz 3 N 10.

51 List! 9 para. 8.

52 Kommentar RLAhP, Rz 3 N 4.

53 Kommentar RLAhP, Rz 3 N 5.

54 Fall Nr. 4 Praxis AhP; ähnlich List! 9 para. 3.



2. Im Kommentar zur RLAhP wird weiter ein adäquates Informationssystem vorausgesetzt: Wissen wichtige Personen wegen mangelhafter Organisation nicht, was sie eigentlich wissen müssten, so kann aufgrund von Organisationsverschulden eine Verletzung von Art. 72 KR vorliegen. Vom Emittenten wird erwartet, dass er diejenigen Informationssysteme installiert und funktionsfähig hält, die nötig sind, um kursrelevante Tatsachen zeitgerecht bekannt zu machen⁵⁵.

3. Die Angelegenheit der Wissenszurechnung gestaltet sich im Vereinigten Königreich schwieriger. Gestützt auf allgemeine Regeln und einzelne spezifische Vorschriften ergibt sich aber ein ähnliches Bild. Gemäss DTR 2.2.8 sind die "directors" dazu angehalten, die relevanten Umstände mit Sorgfalt und unterbrochlos dahingehend zu beobachten, ob eine meldepflichtige Tatsache eingetreten ist. Gemäss DTR 2.6.2 muss ein Emittent Vorkehrungen treffen, die es ihm erlauben, *inside information* raschmöglichst dem Markt via ein RIS mitzuteilen, sollte die Geheimhaltung nicht mehr gewährleistet sein. Zudem muss ein Emittent Systeme installieren, die es ihm erlauben, Unbefugten den Zugriff auf *inside information* zu verwehren⁵⁶. Ferner wird die Gesamtverantwortung für die Identifikation, Kontrolle und Mitteilung von *inside information* dem Verwaltungsrat des Emittenten zugeordnet, wenngleich eine Delegation als möglich

AJP 2008 S. 1095, 1101

und sinnvoll erachtet wird⁵⁷. Nach Auffassung der FSA hat in der Vergangenheit gerade eine mangelhafte Zuständigkeitsordnung innerhalb der Emittenten zu Problemen im Umgang mit *inside information* geführt, weshalb dringend empfohlen wird, sicherzustellen, dass diejenigen Personen, die für den Umgang mit *inside information* primär verantwortlich sind (z.B. ein sog. Disclosure Committee), allen Mitarbeitern bekannt sind⁵⁸. Es ist nicht zwingend erforderlich, dass CEO und/oder CFO dem Disclosure Committee angehören, wenngleich dies häufig der Fall sein dürfte. Zudem ist zu beachten, dass die Dokumentation des Disclosure Committees (Sitzungsprotokolle, Memoranda, etc.) für die ex-post-Beurteilung insofern entscheidend sein kann, als die FSA in diese Unterlagen Einsicht nehmen kann⁵⁹.

4. Im Fall *Marconi*⁶⁰ (noch unter altem Recht) stand die FSA vor dem Problem, dass der massiv negative Geschäftsgang zwar schon seit Tagen bestand, die Systeme des Emittenten es ihm aber nicht erlaubten, die *inside information* präzise zu identifizieren. Das Management versuchte während Tagen, dem vorhandenen Informationssystem die korrekten Daten zu entlocken. Die FSA stellte schliesslich eine Verletzung der Offenlegungspflicht fest, da der Emittent auch noch mit der Offenlegung zuwartete, als dem Management alle relevanten Fakten bereits vorlagen. Als Reaktion auf diese unbefriedigende Situation antwortete die FSA für Emittenten mit einem Primärlisting im Vereinigten Königreich mit neuer Guidance zum Listing Principle 2⁶¹. Dieses lautet:

"A listed company must take reasonable steps to establish and maintain adequate procedures, systems and controls to enable it to comply with its obligations."⁶²

55 Kommentar RLAhP, Rz 3 N 6.

56 DTR 2.6.1 R.

57 List! 9 para. 2.3.

58 List! 9 para. 2.3.

59 Marsh/McDonnell (FN 8), 43.

60 [Http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/PR/2003/047.shtml](http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/PR/2003/047.shtml).

61 Die Listing Principles finden sich in Kapitel 7 der Listing Rules.

62 Zu diesem Listing principle ist nunmehr umfangreiche Guidance verfügbar.

LR 7.2.2 G: Principle 2 is intended to ensure that *listed companies* have adequate procedures, systems and controls to enable them to comply with their obligations under the *listing rules* and *disclosure rules* and *transparency rules*. In particular, the *FSA* considers that *listed companies* should place particular emphasis on ensuring that they have adequate procedures, systems and controls in relation to:



5. Die im EU-kompatiblen Segment geführten Schweizer Emittenten haben ihr Primärlisting in der Schweiz, insofern sind die FSA listing rules nicht unmittelbar anwendbar. Allerdings kann diese Bestimmung (zusammen mit der veröffentlichten Guidance) als Ausdruck eines generellen Prinzips interpretiert werden, wonach Emittenten jederzeit in der Lage sein müssen, die ihnen auferlegten Pflichten zu erfüllen, was die rechtzeitige Aufbereitung und Beurteilung von *inside information* einschliesst. Diese Pflichten sind für die Schweizer Emittenten nicht neu, sondern vielmehr Ausdruck funktionstüchtiger Systeme, Kontrollen und letztlich Corporate Governance. Es ist anzunehmen, dass die FSA das Listing Principle 2, das bei rund 1500 Emittenten zur Anwendung gelangt, auch bei der Beurteilung weiterer Akteure im Hinterkopf haben dürfte und die Guidance zu diesem Principle best practice entspricht. Spätestens seit Marconi scheint die FSA wenig Gehör für ein Management zu haben, das nicht in der Lage ist, *inside information* rasch zu identifizieren und in flacher Hierarchie sofort in den Verwaltungsrat zu melden⁶³.

F. Art der Bekanntgabe der Information

1. Gemäss Art. 72 Abs. 4 KR ist die Bekanntmachung so vorzunehmen, dass die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer gewährleistet ist. Dieser Aspekt hat in der Schweiz zu einer ganzen Reihe von publizierten Entscheidungen geführt. Es ist verpönt, Analysten, Medien (auch mit Sperrfrist), Mitarbeiter, Geschäftspartner, Grossaktionäre oder andere Dritte vorab mit kursrelevanten Tatsachen zu bedienen⁶⁴. Im Vereinigten Königreich wird dies sichergestellt, indem *inside information* ausschliesslich via ein RIS⁶⁵ verbreitet werden darf. Überhaupt sind alle Unternehmensnachrichten durch ein RIS zu verbreiten, also beispielsweise auch Jahresabschlüsse oder Managementtransaktionen. Die Meldung muss in Englisch erfolgen⁶⁶ und in uneditiertem Volltext verbreitet

AJP 2008 S. 1095, 1102

werden⁶⁷. Das RIS System läuft über private Anbieter, sogenannte Primary Information Providers ("PIPs"). Zur Zeit gibt es acht PIPs, seit kurzem auch einen in der Schweiz⁶⁸. Die PIPs geben die Informationen an secondary information providers wie Bloomberg, Reuters oder andere weiter. Bei einer kurzen Recherche auf einem secondary information provider⁶⁹ zeigt sich, dass alle Schweizer Emittenten, deren

(1) identifying whether any obligations arise under LR 10 (Significant transactions) and LR 11 (Related party transactions); and

(2) the timely and accurate disclosure of information to the market.

LR 7.2.3 G: Timely and accurate disclosure of information to the market is a key obligation of listed companies. For the purposes of Principle 2, a listed company with a primary listing of equity securities should have adequate systems and controls to be able to:

(1) ensure that it can properly identify information which requires disclosure under the listing rules or disclosure rules and transparency rules in a timely manner; and

(2) ensure that any information identified under paragraph (1) is properly considered by the directors and that such a consideration encompasses whether the information should be disclosed.

63 Vgl. die Rede von Mike Knight, Manager Company Monitoring, FSA, vom 21. November 2007: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2007/1121_mk.shtml.

Für weitere Hinweise betreffend die notwendigen Systeme und Kontrollen vgl. den Fall *Shell*: http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/shell_24aug04.pdf, den Fall *SFI Group plc*: http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/sfi_11dec03.pdf, sowie die Empfehlungen zur best practice in der Publikation Market Watch 27: http://www.fsa.gov.uk/pubs/newsletters/mw_newsletter27.pdf.

64 Kommentar RLAhP, Rz 6 N 1 ff.

65 DTR 2.2.1. Besondere Regeln gelten, wenn die RIS Systeme nicht offen sind (DTR 1.3.6). Diese Regel wird insbesondere bei verlängerten Wochenenden wichtig.

66 DTR 1.3.8 und 6.2.

67 DTR 6.3.5, worin sich auch gleich die einzige Ausnahme zum Erfordernis befindet, dass immer der ganze Text elektronisch verbreitet werden muss: der Jahresbericht.

68 [Http://www.fsa.gov.uk/Pages/Doing/UKLA/ris/contact/index.shtml](http://www.fsa.gov.uk/Pages/Doing/UKLA/ris/contact/index.shtml).

69 Beispielsweise www.investgate.co.uk.



Aktien im EU-kompatiblen Marktsegment gehandelt werden, zumindest irgendwann einmal Meldungen via ein RIS verbreitet haben. Die Qualität und Häufigkeit der Meldungen variiert allerdings stark.

2. Inhaltlich gilt es die Regel von DTR 1.3.4 zu beachten, wonach der Emittent darum besorgt sein muss, dass alle Informationen, die er über ein RIS verbreitet, weder irreführend, noch falsch oder täuschend sind⁷⁰, und er nichts unterdrückt, das die Wichtigkeit der Informationen beeinflusst⁷¹. Zudem darf ein RIS nicht zu Marketingzwecken missbraucht werden⁷². Ferner wird erwartet, dass die Kernbotschaften gebührend prominent (mithin zu Beginn bzw. bereits im Titel der Meldung) platziert und nicht in einem späteren Textteil beiläufig erwähnt werden⁷³. Insbesondere sollte der Emittent darauf verzichten, schlechte Nachrichten hinter guten zu verstecken.

3. Werden die Aktien eines Emittenten auf verschiedenen Märkten gehandelt, stellt sich die Frage der Koordination der Offenlegung. Gemäss DTR 2.4.1 muss die Offenlegung so weit als möglich synchronisiert werden, um die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer zu gewährleisten. Ist eine Meldung zu einem Zeitpunkt ausserhalb der Öffnungszeiten des RIS abzusetzen⁷⁴, so sind die Regeln von DTR 1.3.6 zu beachten, wonach alternative Kanäle benutzt werden können. Bisweilen ergibt sich die Situation, dass das Verbreitungssystem in einem Land schneller arbeitet als im anderen⁷⁵ - beispielsweise wenn der Emittent ein Format sendet, das vom Verbreitungssystem nicht verarbeitet werden kann und sich deshalb Rückfragen ergeben. Bislang scheint es keine Anzeichen dafür zu geben, dass derartige Verzögerungen dem Emittenten nachteilig als selektive Offenlegung ausgelegt worden wären.

G. Bekanntgabeaufschub

1. Analog zu den Regeln in der Schweiz beinhalten auch die DTR einschlägige Bestimmungen zum Thema des Bekanntgabeaufschubs, der als Ausnahme vom Grundsatz der unverzüglichen Offenlegung zur Anwendung gelangen kann. Ein Bekanntgabeaufschub ist ein heikler Sachverhalt, der von einem Unternehmen nur mit Zurückhaltung in Anspruch genommen werden sollte. Im wesentlichen läuft ein Aufschub nämlich darauf hinaus, dass der Markt auf unvollständigen oder fehlerhaften Informationen basiert. Im Interesse der Aktionäre, potentieller Aktionäre sowie des Marktes insgesamt kann ein Aufschub deshalb nur unter Einhaltung bestimmter Voraussetzungen zugelassen werden.

2. Der Bekanntgabeaufschub setzt gemäss Art. 72 Abs. 2 und 3 KR kumulativ voraus, dass

2.1. die Tatsache auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten fusst,

2.2. deren Verbreitung geeignet ist, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen, und

2.3. der Emittent die umfassende Vertraulichkeit der Tatsache gewährleistet.

⁷⁰ Auch in der Schweiz müssen unwahre, unvollständige oder sich im Nachhinein als falsch erweisende Meldungen des Emittenten umgehend durch eine weitere Ad-hoc-Meldung berichtigt werden (Kommentar RLAhP, Rz 15 N 4).

⁷¹ Für weitere Hinweise siehe den Fall *Pace Micro Technology*, der zu einer Busse von GBP 450 000 führte: http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/pace_micro_26jan05.pdf, und den Fall *SFI Group plc*: http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/sfi_11dec03.pdf.

⁷² DTR 1.3.5.

⁷³ List! 9 para. 2.6.; Marsh/McDonnell (FN 8), 47.

⁷⁴ Die RIS Minimumöffnungszeiten ergeben sich aus para. 3.3 der FSA Criteria for Regulated Information Services: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/ris.pdf>.

⁷⁵ Für PIPs gilt, dass RIS Meldungen innerhalb von 5 Minuten verbreitet werden müssen (siehe para. 3.14 der FSA Criteria for Regulated Information Services: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/ris.pdf>).



3. Typische Aufschubstatsbestände sind etwa eine geplante Kapitalerhöhung oder eine geplante Übernahme. Heikel ist die Situation bei Sanierungen, kann doch der Aufschub dieser Mitteilung für den Emittenten von existenzieller Bedeutung sein⁷⁶.

4. Die Bekanntgabeaufschubstatbestände für das Vereinigte Königreich finden sich in DTR 2.5. Ein Bekanntgabeaufschub ist - auf eigene Verantwortung des Emittenten - zulässig, wenn

4.1. die berechtigten Interessen des Emittenten gefährdet sind,

4.2. der Aufschub den Markt wahrscheinlich nicht in die Irre führt, und

4.3. der Emittent die umfassende Vertraulichkeit gewährleisten kann.

5. Anders als die DTR verlangt Art. 72 KR somit, dass die Tatsache auf einem Plan des Emittenten beruhen muss. Demgegenüber verlangen die DTR, dass die Öffentlichkeit nicht irre geführt wird. Wie bereits unter dem früheren

AJP 2008 S. 1095, 1103

Regime, gilt auch unter den DTR ein Aufschub als zulässig, um andauernde Verhandlungen (etwa im M&A-Bereich) weiterzuführen⁷⁷; der wahrscheinlich wichtigste Aufschubstatbestand. Mit Blick auf die berechtigten Interessen des Unternehmens (eine Voraussetzung, die in der Schweiz praktisch als irrelevant betrachtet wird) bestehen im Vereinigten Königreich präzisere Vorstellungen, insbesondere im Fall, in welchem der Fortbestand eines Unternehmens gefährdet ist und Diskussionen über die Rettung des Unternehmens hinter geschlossenen Türen abgehalten werden. Hier ist darauf hinzuweisen, dass gemäss der Guidance in DTR 2.5.4 die Offenlegung der Tatsache, dass der Fortbestand des Unternehmens gefährdet ist, wohl nicht aufgeschoben werden kann, sondern nur Informationen über die Rettungshandlungen⁷⁸. Gemäss dem Kommentar zur RLAhP ist demgegenüber in der Schweiz nicht von vorneherein ausgeschlossen, auch die Tatsache der Sanierungsbedürftigkeit in einen Bekanntgabeaufschub einzuschliessen⁷⁹. Bemerkenswert ist weiter, dass es unwahrscheinlich ist, dass ausser in den in DTR 2.5.3 aufgeführten Fällen ein Offenlegungsaufschub zulässig ist⁸⁰.

6. Aus der Praxis im Vereinigten Königreich ist weiter bekannt, dass es verpönt ist, Angaben über finanzielle Schwierigkeiten aufzuschieben, in der (begründeten oder unbegründeten) Hoffnung, die Lage werde sich rasch verbessern⁸¹.

7. Die Gewährleistung der Vertraulichkeit ist in beiden Jurisdiktionen in ähnlicher Weise erforderlich. Anders als in der Schweiz reicht es im Vereinigten Königreich indessen nicht, dass die *inside information* faktisch vertraulich bleibt. Die Vertraulichkeit muss vielmehr durch eine Pflicht der Geheimnisempfänger auf Geheimhaltung gewährleistet werden. Die Vertraulichkeitspflicht kann auf Vertrag oder Gesetz beruhen⁸². Diese Anforderung führt bei den Angestellten des Emittenten und dessen Beratern zu keinen besonderen Schwierigkeiten. Anders kann es bei einer Vertragspartei und deren Beratern und Banken oder Analysten aussehen. Hier verlangen die DTR eine strikte Geheimhaltungsvereinbarung schon bevor *inside*

76 Kommentar RLAhP, Rz 16 N 1 und inbes. 9 ff.

77 DTR 2.5.3 R (1); Marsh/McDonnell (FN 8), 52.

78 Für weitere Hinweise diesbezüglich siehe den Fall *Eurodis Electron plc*: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/eurodis.pdf>.

79 Kommentar RLAhP, Rz 16 N 10.

80 DTR 2.5.5 G.

81 MyTravel Group plc wurde hierfür mit einer Busse von GBP 240 000 belegt: http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/mytravel_14jul05.pdf.

82 DTR 2.5.1 R (2).



information geschaffen wird, damit vom Bekanntgabeaufschub profitiert werden kann⁸³.

8. Wenn die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet ist, muss der Emittent die *inside information* umgehend dem Markt melden⁸⁴. Für diesen Fall verlangen die DTR auch, dass der Emittent die notwendigen Vorkehrungen getroffen hat, damit umgehend eine Kurzmeldung abgesetzt werden kann, wenn der volle Umfang der *inside information* nicht offengelegt werden kann⁸⁵. Bei M&A-Transaktionen, die gewöhnlich von einem Bekanntgabeaufschub profitieren können, erfordert die Praxis einen "leak contingency plan" (Notfallszenario) für Lecks, damit die Offenlegungsvorschriften eingehalten werden können. Ein solcher leak contingency plan umfasst im Wesentlichen a) den Text der im Falle eines Lecks abzusetzenden Kurzmeldung, b) die Entscheidungsträger, die darüber zu entscheiden haben, ob ein Leck vorliegt und die auch darüber zu befinden haben, wann Information als *inside information* qualifiziert wird, c) das Verhalten gegenüber Anfragen Dritter sowie d) die Kontaktdetails der Beteiligten. Weder in der Schweiz noch im Vereinigten Königreich kann dem Emittenten ein Vorwurf daraus gemacht werden, dass ein Leck eingetreten ist, sofern er seinen Pflichten nachgekommen ist, massgebend ist vielmehr die professionelle Reaktion des Emittenten auf die Tatsache eines Lecks^{86, 87}.

9. Kein zulässiger Bekanntgabeaufschub ist insbesondere das Zuwarten mit Blick auf eine im Voraus geplante Finanzpressekonferenz. Die FSA geht davon aus, dass *inside information* umgehend offengelegt werden muss und nicht bis zum (zufälligen) Datum einer geplanten Offenlegung zugewartet werden kann⁸⁸. So hat beispielsweise die UBS AG in der jüngeren Vergangenheit in mehreren Fällen mit der Bekanntgabe von wesentlichen Quartalszahlen nicht bis zum Datum der im voraus geplanten Pressekonferenz zugewartet, sondern den Markt unverzüglich informiert. Die FSA führt zu diesem Zweck ab und zu sogenannte "ring arounds" durch, um Emittenten in kritischen Sektoren für die Offenlegungspflicht zu sensibilisieren⁸⁹. Dies führt jeweils im einen oder anderen Fall dazu, dass geplante Publikationen von Finanzkennzahlen vorgezogen werden.

10. Nur am Rande wird schliesslich auf eine aktuelle Vernehmlassung betreffend Bekanntgabeaufschub hingewiesen. Im Nachgang zu den Ereignissen um Northern Rock wurde vorgeschlagen, dass ein Bekanntgabeaufschub auch dann zulässig sein soll, wenn eine Bank bei der Zentralbank um Liquidität nachsucht⁹⁰. Kritische Stimmen monieren, dass dadurch das level playing field aufgehoben werde und Banken gegenüber anderen Emittenten bevorzugt würden. Es ist

AJP 2008 S. 1095, 1104

offen, ob eine entsprechende Anpassung in den DTR 2.5 erfolgen wird.

H. Selektive Offenlegung

1. Gestützt auf DTR 2.5.6 ist selektive Offenlegung unzulässig. Dabei handelt es sich um die Offenlegung von *inside information* durch den Emittenten (oder durch eine Person im Namen des Emittenten handelnd im Rahmen seiner Pflichtausübung) an

⁸³ DTR 2.5.2 R (2).

⁸⁴ DTR 2.6.2.; also auch etwa bei einem Verlust eines PC mit sensiblen Daten. Die analoge Regelung in der Schweiz findet sich in Art. 72 Abs. 3 KR.

⁸⁵ DTR 2.6.3 G.

⁸⁶ Kommentar RLAhP Rz 18 N 4; DTR 2.6.4 (G).

⁸⁷ Auf eine eingehende Behandlung der Leck-Problematik wird aus Platzgründen verzichtet.

⁸⁸ Siehe beispielsweise den "Dear CFO letter" der FSA vom 28. Juni 2007: http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/letter_financial_reporting.pdf.

⁸⁹ Siehe Rede von Mike Knight, Manager Company Monitoring, FSA, vom 21. November 2007: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2007/1121_mk.shtml.

⁹⁰ [Http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp08_13.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp08_13.pdf).



einen Dritten. Bei selektiver Offenlegung fällt das Recht des Bekanntgabeaufschiebs sofort weg. Auch in der Schweiz ist selektive Offenlegung als Verstoss gegen das Gleichbehandlungsgebot der Marktteilnehmer verpönt⁹¹, was zu einer ganzen Reihe von publizierten Entscheiden führte⁹².

2. Die Offenlegung durch andere Personen oder nicht in Ausübung von Pflichten wird demgegenüber als Leck bezeichnet und nicht als selektive Offenlegung. Liegt selektive Offenlegung vor, hat der Emittent die *inside information* umgehend via ein RIS zu verbreiten⁹³. Die häufigsten Fälle der selektiven Offenlegung sind Anfragen von Analysten oder mündliche Ausführungen von Geschäftsleitungsmitgliedern im Rahmen von Pressekonferenzen im Zusammenhang mit der Bekanntgabe von Unternehmensfinanzberichten. In diesem Bereich wird von der Geschäftsleitung äusserste Selbstdisziplin gefordert⁹⁴. Insbesondere sollte das vortragende Geschäftsleitungsmitglied auf mögliche Rückfragen aus dem Publikum vorbereitet sein und sich strikt an die vereinbarte Terminologie halten. Die FSA verlangt in diesem Zusammenhang auch von Analysten, dass sie den Emittenten nicht in die Lage bringen, dass *inside information* selektiv offengelegt wird⁹⁵. Nach Ansicht der FSA kann der Emittent selber entscheiden, ob und wie er auf Berichtsentwürfe von Analysten reagiert oder nicht⁹⁶. Der korrekte Umgang mit Analysten erweist sich in der Praxis oft als Minenfeld der Offenlegung von *inside information*.

I. Umgang mit Gerüchten

1. Dem Umgang mit Gerüchten ist in DTR 2.7 ein eigenes Kapitel gewidmet - bestehend nur aus Guidance. Auch der korrekte Umgang mit Gerüchten ist häufig eine heikle Aufgabe. Ist das Gerücht zutreffend, dann wird es sich für den Emittenten, der *inside information* unter einem Bekanntgabeaufschieb handhabte, nicht länger vermeiden lassen, die Information offenzulegen⁹⁷. Insbesondere spielt es unter diesen Umständen keine Rolle mehr, ob die berechtigten Interessen des Emittenten durch die Offenlegung beeinträchtigt werden oder nicht. Ist das Gerücht falsch, besteht im allgemeinen keine Offenlegungspflicht⁹⁸.

2. In der Praxis stellen sich - trotz dieser an sich klaren Regeln - verschiedene Probleme. Gerüchte tauchen aufgrund des grossen informierten Personenkreises regelmässig im Rahmen von M&A-Transaktionen auf⁹⁹. Aus diesem Grund besteht eine gewisse Interdependenz mit der Praxis des UK Takeover Panels¹⁰⁰. Die FSA hat mit dem UK Takeover Panel ein Memorandum of Understanding¹⁰¹ abgeschlossen, welches unnötige Doppelspurigkeiten vermeiden soll und deshalb im Bereich der Offenlegung von M&A-Transaktionen dem UK Takeover Panel gewöhnlich den Vortritt lässt¹⁰². Die Praxis im Vereinigten Königreich zeigt, dass es nicht genügt, wenn ein Gerücht einen Bieter oder die zu übernehmende Gesellschaft richtig identifiziert. Vielmehr muss das Gerücht einen gewissen Detaillierungsgrad erreichen,

91 RLAhP Ziff. 3 Rz 6.

92 Huber/Gruber (FN 29), Rz 49 ff.

93 DTR 2.5.6 R.

94 List! 9 para. 3.2.

95 List! 9 para. 4.2 ff.

96 List! 9 para. 4.7.

97 DTR 2.7.2G (1).

98 DTR 2.7.3.

99 Gewinnwarnungen sind demgegenüber viel weniger gerüchteanfällig.

100 Siehe UK Takeover Panel Practice Statement Nr. 20: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/practiceStatements/DATA/PS20.pdf>.

101 Http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/operating_guidelines.pdf.

102 Zu beachten ist, dass das UK Takeover Panel lediglich für Gesellschaften mit Sitz im Vereinigten Königreich und seit Inkrafttreten der EU Takeover Directive auch für Gesellschaften mit Sitz in der EU zuständig ist.



der es unwahrscheinlich macht, dass kein Leck eingetreten ist. Will beispielsweise das Unternehmen A das Unternehmen B übernehmen, welches im gleichen Sektor tätig ist, dann reicht es wohl nicht, wenn in einem Artikel geschrieben wird, der betreffende Sektor sei reif für eine Konsolidierung und A bzw. B seien unter den Kandidaten. Ist der Journalist allerdings in der Lage, die Berater, Sitzungsdaten, den Preis oder andere Details aus der Transaktion anzugeben, die man sich als Aussenstehender nicht beschaffen kann, dann lässt es sich für die beteiligten Gesellschaften nicht mehr vermeiden, die Karten offenzulegen¹⁰³. Je präziser und spezifischer die Angaben eine Transaktion beschreiben, umso eher liegt nicht mehr ein blosses Gerücht, sondern ein Leck vor. Besonderes Fingerspitzengefühl verlangen Sektoren, die ständig Gegenstand von Gerüchten sind, sei dies wegen wirtschaftlichen Gründen für eine Konsolidierung oder wegen historischer reger M&A-Tätigkeit. In einem solchen Fall ist es gut möglich, dass ein Journalist zwei Fusionspartner korrekt identifiziert, derweil er seine Aussage auf keine anderen Angaben ausser den genannten wirtschaftlichen Gründen stützt. Diesbezüglich wird ein Emittent wohl argumentieren können, dass ein Bekanntgabeaufschub nach wie vor zulässig ist. Hier dürfte es sich aber lohnen, mit der FSA Kontakt aufzunehmen¹⁰⁴.

AJP 2008 S. 1095, 1105

J. Verfahren der FSA im Vergleich zur SWX

1. Wird das Verfahren der Überwachung der Offenlegungsvorschriften der FSA mit demjenigen der SWX verglichen, ergeben sich ebenfalls einige wesentliche Unterschiede. Zunächst ist darauf hinzuweisen, dass die SWX und die FSA nicht deckungsgleiche Kompetenzbereiche haben. Weite Aufgabenbereiche der FSA haben nichts mit der Zulassung zu Finanzmärkten zu tun, sondern sind Tätigkeitsbereiche, die in der Schweiz etwa durch die Eidgenössische Bankenkommission wahrgenommen werden. Die FSA hat zudem auch ganz erhebliche strafrechtliche Funktionen - gerade im Bereich des Marktmissbrauchs und des Insiderhandels. So führt die FSA selbst strafrechtliche Untersuchungen (einschliesslich polizeilicher Ermittlungen vor Ort) durch¹⁰⁵ und erhebt auch Anklage.

2. Was sind nun die Auswirkungen dieser unterschiedlichen Konzeption für Schweizer Emittenten? Ein Blick in die publizierte Praxis von Sanktionen betreffend die Offenlegung von *inside information* zeigt, dass es in der Schweiz viel mehr publizierte Fälle gibt¹⁰⁶, diese sind dafür häufig weniger umfangreich. Dies erstaunt auf den ersten Blick, überwacht die FSA doch über 1500 Aktienemittenten, über 1100 Emittenten von Anleiheobligationen und über 150 Emittenten von Depositary Receipts. Die SWX führt im Bereich der Offenlegung von Ad-hoc-Mitteilungen ein effizientes System, das (ähnlich einem "Parkbussenregime") kleine und grössere Verstösse jeweils mit einer häufig bescheidenen Busse (allenfalls auch nur mit einer Publikation) ahndet. Dabei ist die Anhebung einer Untersuchung bzw. die Publikation eines Entscheids mit einer erheblichen Prangerwirkung verbunden. Die FSA auf der anderen Seite ist eine staatliche Institution und unterliegt strengen verfahrensrechtlichen Vorschriften, wie etwa dem Human Rights Act. Das Verfahren vor der FSA ähnelt daher mehr einem kontradiktorischen Gerichtsverfahren. Dafür sind die potentiellen Bussen unlimitiert. Aufgrund der beschränkten personellen Ressourcen ist die FSA gezwungen, genau zu prüfen, welche Sachverhalte sie durch den aufwändigen "enforcement process" schicken will. Dabei konkurrenzieren

¹⁰³ Marsh/McDonnell (FN 8), 72.

¹⁰⁴ DTR 2.2.9 G (4).

¹⁰⁵ Vgl. die Medienmitteilung der FSA vom 29. Juli 2008, wonach am Morgen des 29. Juli 2008 eine Gruppe von 40 FSA-Mitarbeitern in London acht Personen im Zusammenhang mit einem Insiderring festnahmen:
<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2008/082.shtml>.

¹⁰⁶ [Http://www.swx.com/admission/being_public/sanctions/integrated_publication/adhoc_de.html](http://www.swx.com/admission/being_public/sanctions/integrated_publication/adhoc_de.html).



Offenlegungsfälle mit strafrechtlichen Fällen von Insiderhandel und anderen Finanzdelikten.

3. Erweckt ein Vorfall Bedenken betreffend die Einhaltung der Offenlegungsvorschriften, erhält der Emittent in aller Regel zunächst ein Schreiben des Company Monitoring Teams der Markets Division der FSA¹⁰⁷. Bei Preisbewegungen während des Tages kann die erste Kontaktaufnahme auch ein Telefonat an den Emittenten oder dessen Broker sein. Im Brief werden vom Emittenten relevante Informationen verlangt - in erster Linie eine Chronologie der Ereignisse, die zur interessierenden Kursbewegung oder zur entsprechenden RIS-Meldung geführt haben¹⁰⁸. Dem Emittenten wird damit die Möglichkeit gegeben, seine Sicht der Dinge offen zu legen und dem Regulator die Gründe für sein Verhalten zu erklären. Die meisten Fälle enden nach einem ersten oder zweiten Briefwechsel mit der Markets Division. In diesem Stadium erhält der Emittent möglicherweise einen best practice letter, der ihn darüber aufklärt, welches Verhalten die FSA in diesem Fall erwartet hätte - allenfalls verbunden mit einem private warning¹⁰⁹. Anders als bei der SWX ist dieses Verfahren vertraulich und führt zu keiner Publizität.

4. Kommt die FSA nach Studium der Antwort zum Schluss, dass die Angelegenheit weiterverfolgt werden sollte, dann erfolgt eine Überweisung von der Markets Division an die Enforcement Division. Die Gründe die zu einer Überweisung führen sind im Wesentlichen: Natur und Wichtigkeit der Pflichtverletzung, Verhalten der betreffenden Personen nach der Verletzung, Compliance history der betreffenden Personen, relevante Guidance und Marktpraxis, frühere vergleichbare Fälle und das Verhalten von ausländischen Regulatoren¹¹⁰.

5. Die Enforcement Division kann den Fall jederzeit einstellen. In diesem Stadium werden in der Regel die verantwortlichen Geschäftsleitungsmitglieder befragt. Zur Bestimmung der Kursrelevanz bespricht sich die FSA auch mit Analysten, die über den betreffenden Emittenten berichten. Da der Begriff der *inside information*, der Umgang mit Gerüchten, der Bekanntgabeaufschub und der Begriff des "as soon as possible" mit erheblichem Ermessen verbunden sind, auferlegt sich die FSA eine gewisse Zurückhaltung, bevor sie die Beurteilung der Unternehmensführung umstößt. Dies zieht sich wie ein roter Faden durch die publizierte Praxis¹¹¹. Die FSA zieht in diesem Bereich bisweilen die Hilfe von Gutachtern heran, welche ihr bei dieser Beurteilung helfen.

6. Ist die Enforcement Division der Ansicht, dass die Offenlegungspflichten verletzt wurden, wird der Fall dem Regulatory Decision Committee unterbreitet¹¹². Das Regulatory

AJP 2008 S. 1095, 1106

Decision Committee (RDC) besteht im wesentlichen aus Marktteilnehmern und hat einen eigenen Stab und Rechtsberater, die von der FSA unabhängig sind. Lediglich der Vorsitzende ist ein FSA-Mitarbeiter¹¹³. Das RDC erlässt eine Warning Notice an den Emittenten, dass die FSA gegen den Emittenten vorgehen will¹¹⁴. Dem Emittenten

¹⁰⁷ Vgl. zum Ganzen Marsh/McDonnell (FN 8), 318 ff.

¹⁰⁸ Die Auskunftspflicht ergibt sich aus DTR 1.3.1 R.

¹⁰⁹ Vgl. Marsh/McDonnell (FN 8), 332.

¹¹⁰ Vgl. mit weiteren Unterfällen und Ausführungen: DEPP 6.2.1.

¹¹¹ Im Einzelnen: Marsh/McDonnell (FN 8), 56 ff.; sowie den Entscheid betreffend Woolworth (http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/woolworths_11jun08.pdf), dem ersten Fall unter den aktuellen DTR: umstritten war, ob inside information vorlag, was der Emittent verneinte und deshalb während rund einem Monat keine Ad-hoc-Meldung verfasste.

¹¹² Vgl. zum Verfahren das FSA Decision Procedure and Penalties Manual (DEPP): <http://fsahandbook.info/FSA/handbook/DEPP.pdf>.

¹¹³ DEPP 3.1.2.

¹¹⁴ DEPP 3.2.14 und 3.2.15.



wird das rechtliche Gehör gewährt und anschliessend erlässt das RDC eine Decision Notice¹¹⁵, welche an das Financial Services and Markets Tribunal weitergezogen werden kann¹¹⁶. Bemerkenswert ist schliesslich, dass die FSA die Befugnis hat, nicht nur gegenüber Emittenten, sondern auch gegenüber Privatpersonen vorzugehen und Sanktionen zu verhängen¹¹⁷.

7. In Fall Universal Salvage Plc (noch unter altem Recht) wurde nicht nur der Emittent mit GBP 90 000 für eine Verletzung der Offenlegungspflicht gebüsst, sondern auch der CEO, Christopher Hynes, mit GBP 10 000 für "being knowingly concerned"¹¹⁸. Im Fall Sportsworld wurde gar nur der CEO mit GBP 45 000 gebüsst¹¹⁹. Generell zeigt sich, dass die FSA zunehmend direkt gegen verantwortliche Individuen vorgeht, statt nur juristische Personen zu büssen¹²⁰. Dies mit der Überlegung, dass eine Busse gegenüber der juristischen Person lediglich als Wohlstandstransfer von den Aktionären zum Regulator erscheint und persönliche Bussen abschreckender wirken. Die FSA hat auch bekannt gegeben, dass die Bussenhöhe in Zukunft steigen werde¹²¹. Die bislang höchste Busse wurde im Zusammenhang mit mangelhaften Ad-hoc-Meldungen betreffend den Umfang von Erdölreserven gegenüber Shell im Jahr 2004 ausgesprochen und betrug GBP 17 Mio.¹²². Demgegenüber ist das Bussenregime der SWX auf CHF 200 000 begrenzt.

III. Schlussbemerkungen

1. Zusammenfassend ergibt sich, dass die Offenlegungsregeln, das Verfahren und die potentiellen rechtlichen Konsequenzen im Vereinigten Königreich teilweise erheblich von den bekannten Regeln in der Schweiz abweichen. Emittenten, die über ein funktionierendes Managementinformationssystem verfügen, dürften in aller Regel in der Lage sein, die Anforderungen der FSA erfüllen zu können. Das beste System nützt indessen wenig, wenn die verantwortlichen Personen nicht geübt sind, ihr Ermessen im Sinne der Vorgaben der Marktmissbrauchs-Richtlinie und der DTR auszuüben. Es lohnt sich daher auf jeden Fall, die entsprechenden Entscheidungsträger mit der einschlägigen Praxis (etwa anlässlich von Weiterbildungsveranstaltungen) vertraut zu machen.

¹¹⁵ DEPP 3.2.22 ff.

¹¹⁶ DEPP 3.2.27.

¹¹⁷ DTR 1.5.3 G; siehe diesbezüglich auch DEPP 6.2.10 - 6.2.13.

¹¹⁸ http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/universal_19may04.pdf.

¹¹⁹ http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/sportsworld_29mar04.pdf.

¹²⁰ Rede von Margaret Cole, Director of Enforcement der FSA vom 18. Juni 2008: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/0618_mc.shtml.

¹²¹ Rede vom CEO der FSA, Hector Sants, vom 27. Februar 2008: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/0227_hs.shtml.

¹²² Die Höhe einer Busse richtet sich nach den Vorgaben in DEPP 6.5. Die Busse kann reduziert werden wenn der Emittent der Feststellung einer Pflichtverletzung zustimmt (siehe DEPP 6.7).