

## Offenlegung von Management-Transaktionen im europäischen Umfeld



**URS FELLER**  
Dr. iur., Rechtsanwalt,  
Solicitor (England &  
Wales), Zürich

### Inhaltsübersicht

- I. Zur Verlegung des Aktienhandels von London nach Zürich
- II. Weshalb Offenlegung von Management-Transaktionen?
- III. Anwendbare Regeln
- IV. Inhalt der Regeln
  - A. Grundsätzliches
  - B. Betroffene Führungspersonen
  - C. Verbundene Personen
  - D. On Own Account
  - E. Transaktionen
  - F. Details zum Inhalt und zum Verfahren der Offenlegung
- V. Durchsetzung der Regeln im Vereinigten Königreich

### I. Zur Verlegung des Aktienhandels von London nach Zürich

Verschiedene SMI- bzw. SLI-Emittenten, deren Aktien an der SWX Europe gehandelt werden, unterliegen auch den europäischen Offenlegungsregeln. Nachdem für die meisten Emittenten das Vereinigte Königreich der sogenannte Home Member State ist, sind die Marktmissbrauchsrichtlinie («MAD») und deren Umsetzung im Vereinigten Königreich massgebend. Nachstehend werden die aktuellen Regeln im Vereinigten Königreich vor dem Hintergrund dargelegt, dass die SIX den Handel in SMI- und SLI-Titeln Mitte 2009 von London zurück nach Zürich verlegen wird.

1. Der kürzlich angekündigte Rückzug des Handels aus London erfolgt – so die Schweizer Börse – aus Kostengründen und um sicherzustellen, dass die Emittenten nur noch die Regeln der SIX und nicht mehr die Vorgaben von Grossbritannien bzw. der EU einzuhalten haben. Dies überrascht. Zunächst ist zu erwähnen, dass die SIX ihre Regeln in den

letzten Jahren bereits weitgehend den europäischen Normen angepasst hat. Dank der kontinuierlichen Anpassung an das regulatorische Umfeld in Europa in der Vergangenheit erfüllen etliche schweizerische Emittenten heute die Anforderungen, um auf einem geregelten Markt europäischen Zuschnitts zu bestehen. Für einige Schweizer Emittenten wird der Rückzug auch deshalb wenig verändern, weil sie nebst der Kotierung an der SIX auch noch auf einer europäischen Börse zugelassen sind und damit ohnehin unter die entsprechende europäische Regelung fallen.

2. Unbestrittenermassen bestehen aber dennoch gewisse Unterschiede, der wohl grösste besteht im Zusammenhang mit der Offenlegung von Management-Transaktionen<sup>1</sup>. Die europäischen Regeln sind in diesem Bereich umfassender als die schweizerischen. Die weniger strenge Regelung in der Schweiz erscheint aus Sicht der SIX als Hauptvorteil für die Emittenten; darauf ist näher einzugehen.

3. Im Folgenden werden vorerst einige Überlegungen zu den potentiellen Nachteilen für den Finanzplatz Schweiz bzw. die Emittenten erläutert. Anschliessend wird dargelegt, weshalb die Offenlegung von Management-Transaktionen als wichtiges Element eines reifen Kapitalmarkts erachtet wird und schliesslich, inwiefern die Regeln im Vereinigten Königreich über die Bestimmungen in der Schweiz hinausgehen.

4. Für den einzelnen Emittenten können sich die potentiellen Nachteile ganz unterschiedlich präsentieren. Was für den einen wünschenswert ist, ist für einen anderen unwesentlich oder gar eine Last. Ohne einen spezifischen Fokus einzunehmen, ergeben sich zumindest folgende Überlegungen mit mehr oder weniger Allgemeingültigkeit.

5. Aus der Sicht des schweizerischen Finanzplatzes ist es schwierig zu begründen, weshalb betreffend Transparenz und Offenlegung im gesamten europäischen Umfeld strengere Regeln gelten sollen als in der Schweiz. Es erscheint merkwürdig, dass in der Schweiz für die Blue Chips geringere Standards als beispielsweise in den neuen EU-Ländern wie Rumänien oder Bulgarien als genügend erachtet werden. Verschiedene Ereignisse in der Vergangenheit lassen annehmen, dass eine Verminderung der Transparenz oder ein Zurückstehen hinter diesbezüglichen Entwicklungen sich für

<sup>1</sup> Zu weiteren Unterschieden zwischen der schweizerischen Regelung und der Praxis im Vereinigten Königreich siehe URS FELLER, Relevanz der EU-Finanzmarkttrichtlinien für Schweizer Unternehmen, deren Aktien an der SWX Europe gehandelt werden, in: Jusletter 19. Mai 2008; STEFAN R. SULZER, Insiderverzeichnisse, in: Thomas U. Reutter/Thomas Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen III, Zürich 2008, 153 ff.

einen Finanzplatz kaum als vorteilhaft erweisen<sup>2</sup>. Transparenz im Bereich von Management-Transaktionen ist deshalb genügend Aufmerksamkeit zu schenken.

6. Aus Sicht der einzelnen Emittenten ist zu erwähnen, dass offen ist, ob die schweizerischen Emittenten ohne weiteres auf die Vorteile der Zulassung auf einem geregelten Markt der EU verzichten möchten. So erlaubt ein von der FSA (oder einer anderen europäischen Aufsichtsbehörde) genehmigter Prospekt den Vertrieb von Aktien in ganz Europa. Zweitens bestehen Anzeichen dafür, dass wichtige Investoren wie beispielsweise ausländische Pensionskassen in ihren Investments in Aktien, die nicht auf einem geregelten Markt der EU zugelassen sind, beschränkt sind. Drittens ist nicht auszuschliessen, dass sich aufgrund geringerer Liquidität die Kapitalkosten für die Emittenten verteuern. Viertens gilt die Zulassung zu einem geregelten Markt der EU als Gütesiegel betreffend die Einhaltung von anerkannten Standards guter Unternehmensführung in Europa. Insbesondere diejenigen Emittenten, deren Aktien heute auf einem geregelten Markt der EU gehandelt werden und die eine gewisse Erfahrung im Umgang mit den europäischen Normen gesammelt haben, werden prüfen wollen, ob mit dem Rückzug der SIX aus der europäischen Plattform ihren langfristigen Interessen gedient ist.

7. Je nach Konstellation für den einzelnen Emittenten ist offen, ob die Vorteile oder die Nachteile des Rückzugs überwiegen. Andererseits sichert sich die SIX mit der Konzentration in der Schweiz ein grösseres Mass an operativer Freiheit.

## II. Weshalb Offenlegung von Management-Transaktionen?

1. Was sind die Gründe, welche die EU bewegt haben, ein vergleichsweise strenges Offenlegungsregime zu implementieren? Mit dem Erlass der Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>3</sup> («MAD») soll nach Auffassung der Mitgliedstaaten der Marktmissbrauch verhindert und parallel dazu der Insiderhandel auf allen regulierten Märkten der EU so weit wie möglich unterbunden werden. Die früher vorhandenen gesetzlichen Regeln der einzelnen Mitgliedstaaten zur Gewährleistung der Marktintegrität erschienen als verzettelt, basierten auf unterschiedlichen Definitionen und Konzepten und boten nur ungenügenden Schutz<sup>4</sup>. Die Gewährleistung der Integrität der Finanzmärkte einerseits und die Verbesserung

des Vertrauens der Investoren in diese Märkte sind die primären Ziele, denen die MAD dienen soll<sup>5</sup>. Dies wird erreicht durch die umgehende Offenlegung von «inside information» (Art. 6 Ziff. 1 MAD), die Führung von Insiderlisten (Art. 6 Ziff. 3 MAD) und die Offenlegung von Management-Transaktionen (Art. 6 Ziff. 4 MAD). Gemäss Ziffer 7 der Einleitung der MAD implementierenden Richtlinie<sup>6</sup> besteht der Zweck der Offenlegung von Management-Transaktionen in der Überzeugung, dass diese Information für Marktteilnehmer wertvoll ist und es zusätzlich der Aufsichtsbehörde erlaubt, den Finanzmarkt besser zu überwachen.

2. Das erste Argument für die Offenlegung basiert auf der Theorie des effizienten Marktes, wonach unternehmensrelevante Informationen möglichst frei und allen in gleicher Weise zugänglich sein sollen. Ökonomische Studien zeigen, dass Führungspersonen mit ihren Transaktionen in Aktien des Emittenten wiederholt höhere Renditen erwirtschaften konnten, als dies die Markttheorie erlauben würde<sup>7</sup>. Anders gesagt verfügen Führungspersonen (wenig überraschend) über Wissen, das ihnen erlaubt, grössere Gewinne zu erwirtschaften als Marktteilnehmer ohne dieses zusätzliche Wissen. Die Offenlegung dieser Transaktionen bezweckt also, dass die übrigen Marktteilnehmer möglichst über gleiche Voraussetzungen verfügen und zumindest indirekt am Wissen der Führungspersonen teilhaben können.

3. Zur Gewährleistung grösstmöglicher Effizienz eines Markts ist somit u.a. die Offenlegung von Management-Transaktionen erforderlich. Wenn sich bei Investoren der Eindruck bestätigt, dass andere Marktteilnehmer regelmässig über mehr Informationen verfügen bzw. der Zugang zu diesen Informationen nicht in gleicher Weise offen steht (Informationsasymmetrien), bleiben sie am Ende dem Markt fern<sup>8</sup>. Damit aber werden die Kosten für die Aufnahme von Kapital verteuert. Die Märkte gelten deshalb dort als besonders effizient und liquide, wo strenge Offenlegungs- und Insidernormen durchgesetzt werden<sup>9</sup>.

<sup>5</sup> 2003/6/EC, Einleitung, para. 12.

<sup>6</sup> 2004/72/EC.

<sup>7</sup> NEJAT SEYHUN (Chair of Finance und Professor der University of Michigan Business School) kommt in seiner breiten Untersuchung unter anderem zum Schluss, dass (i) Aktienkurse nach Käufen durch das Management zum Steigen tendieren und den Markt um 4.5 % übertreffen, (ii) Käufe durch das Management in den meisten Jahren profitabel sind, (iii) Management-Transaktionen typischerweise nicht auf die Veröffentlichung von ad-hoc-Meldungen ausgerichtet sind, sondern auf die Langzeiterwartungen des Managements, und (iv) die Signale von Management-Transaktionen besonders stark sind, wenn das Management in den letzten 12 Monaten keine gegenteiligen Transaktionen getätigt hat (H. NEJAT SEYHUN, *Investment Intelligence from Insider Trading*, MIT Press, 1998, 63 ff.)

<sup>8</sup> JONATHAN MARSH/BRIAN McDONNELL, *A Practitioner's Guide to Inside Information: Managing the legal and regulatory risks*, Surrey 2006, 2.

<sup>9</sup> MARSH/Mc DONNELL (FN 8), 2.

<sup>2</sup> CHRISTOPH B. BÜHLER unter Mitarbeit von CONRADIN CRAMER, *Gesellschaftsrechtliche Governance, Offenlegung von Management-Transaktionen: Neue Leitplanken und Bodenwellen auf der Corporate-Governance-Schnellstrasse*, in: Ernst A. Kramer/Peter Nobel/Robert Waldburger (Hrsg.), *Festschrift für Peter Böckli zum 70. Geburtstag*, Zürich 2006, 497 ff., 517 f.

<sup>3</sup> 2003/6/EC.

<sup>4</sup> 2003/6/EC, Einleitung, para. 11.

4. Als zweites Argument wird ausgeführt, dass die Arbeit der Aufsichtsbehörde vereinfacht werden soll<sup>10</sup>. Setzt ein Emittent beispielsweise eine Ad-hoc-Meldung ab, die zu einer erheblichen Preisänderung der Wertpapiere führt, dann erleichtert es die Durchsetzung des Verbots des Insiderhandels massgeblich, wenn Insider ihre Transaktionen bereits offengelegt haben. Mit der geltenden Regelung kann ein Computerprogramm die Überprüfung vornehmen, ob und von wem im Zeitraum vor einer Ad-hoc-Meldung Transaktionen vorgenommen wurden.

5. Zusätzlich zu den vorerwähnten Punkten ist der Aspekt der Reputation zu erwähnen. Das Ausnützen von Insiderwissen zum persönlichen Vorteil von Führungspersonen kann zu schwerwiegenden Reputationsschäden sowohl der betreffenden Führungsperson als auch des Emittenten führen. Die Bemühungen des schweizerischen Gesetzgebers in diesem Zusammenhang zeigen sich unter anderem in der Revision der Insiderstrafnorm (Art. 161 StGB). Die Insiderstrafnorm stellt das Ausnützen vertraulicher kursrelevanter Informationen unter Strafe. Bis anhin war der Begriff der vertraulichen kursrelevanten Tatsache auf eine bevorstehende Emission neuer Beteiligungsrechte, auf eine Unternehmensverbindung oder auf ähnliche Sachverhalte von vergleichbarer Tragweite beschränkt. Mit der ersatzlosen Streichung der Ziffer 3 des Artikels 161 StGB wird diese Einschränkung aufgehoben. Damit wird das Verbot des Ausnützens vertraulicher Tatsachen auf praktisch alle kursrelevanten Tatsachen (einschliesslich Gewinnwarnungen) ausgedehnt. Die revidierte Vorschrift wurde per 1. Oktober 2008 in Kraft gesetzt<sup>11</sup>.

### III. Anwendbare Regeln

1. Für schweizerische Emittenten, deren Aktien an der SWX Europe Ltd. (früher virt-x, nachfolgend «SWX Europe») gehandelt werden, sind die europäischen Offenlegungsregeln dann von Bedeutung, wenn diese Emittenten von der Ausnahmebestimmung gemäss Art. 9 Abs. 3 der MAD keinen Gebrauch machen können<sup>12</sup>. Alle am 1. Juli 2005 an der SWX kotierten und bereits zum Handel auf der SWX Europe 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 wollen<sup>13</sup>. Die Mehrheit der Emittenten gab keine solche Erklärung ab und wurde daraufhin dem EU-kompatiblen Segment zugeteilt<sup>14</sup>. Nach bereits früher dargelegter Auffassung dürfte eine nicht geringe Anzahl von Emittenten des EU-kompatiblen Segments den Normen des europäischen Offenlegungsrechts unterstehen<sup>15</sup> und weil für die meisten Emittenten das Vereinigte Königreich der sog. «Home Member State» ist<sup>16</sup>, werden nachstehend die diesbezüglichen Pflichten der Emittenten und ihrer Führungskräfte unter den anwendbaren Normen des Vereinigten Königreichs näher dargestellt.

2. Die Umsetzung der MAD-Bestimmungen im Vereinigten Königreich erfolgte vorab in den Disclosure and Transparency Rules («DTR») der Financial Services Authority («FSA») gestützt auf die Ermächtigung in Section 96A und 96B der Financial Services and Markets Act («FSMA»). Das dritte Kapitel der DTR, zugleich das kürzeste, befasst sich ausschliesslich mit der Offenlegung von Management-Transaktionen und implementiert Art. 6 Abs. 4 der MAD<sup>17</sup>.

3. Vorab ist auf eine Besonderheit hinzuweisen: Art. 9 Abs. 3 der MAD gewährt unter bestimmten Voraussetzungen eine Ausnahme von den an die Emittenten gerichteten Verpflichtungen wie die Offenlegung von «inside information» und das Führen von Insiderlisten. Die Ausnahmeklausel verweist in ihrem Wortlaut allerdings nur auf Artikel 6 Abs. 1 – Abs. 3 der MAD, Art. 6 Abs. 4 der MAD wird nicht erwähnt. Dies wirft die Frage auf, ob die Verpflichtungen gemäss Art. 6 Abs. 4 MAD (also die Offenlegung der Management-Transaktionen) nicht ohnehin anwendbar sind, unabhängig davon, ob ein Emittent für sich die Ausnahmebestimmung von Art. 9 Abs. 3 MAD in Anspruch nehmen kann.

4. Eine Analyse der einschlägigen Umsetzungsbestimmungen lässt aber den Schluss zu, dass auch die Offenlegung der Management-Transaktionen von der Ausnahmebestimmung erfasst wird. Die Anwendbarkeit des Kapitels 3 der DTR umfasst ausländische Unternehmen, für die das Vereinigte Königreich der Home Member State unter den Bestimmungen der EU Prospekttrichtlinie ist<sup>18</sup>. Der FSA Glossar definiert einen «issuer» für die Zwecke von Kapitel 1–3 der DTR allerdings als einen Emittenten, dessen Aktien zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind oder der eine entsprechende Zulassung beantragt hat und schliesst damit Emittenten aus, welche dem Handel ihrer Aktien auf einem

<sup>10</sup> 2004/72/EC, Einleitung, para. 7. Auch der SIX scheint dies ein Anliegen zu sein, wird doch am Monatsende pro meldepflichtige Person eine Meldung für diejenigen Transaktionen erwartet, die unterhalb des Schwellenwerts von CHF 100 000 getätigt wurden. Die entsprechenden Transaktionen, die den Schwellenwert von CHF 100 000 pro Kalendermonat nicht überschreiten, werden allerdings nicht veröffentlicht; siehe [http://www.six-swiss-exchange.com/admission/being\\_public/management\\_transactions\\_de.html](http://www.six-swiss-exchange.com/admission/being_public/management_transactions_de.html).

<sup>11</sup> AS 2008, 4501 f.

<sup>12</sup> Vgl. im Detail: FELLER (FN 1) Rz. 1 ff. und SULZER (FN 1), 165 f.

<sup>13</sup> Art. 38 des Zusatzreglements für die Kotierung im EU-kompatiblen Segment der SWX.

<sup>14</sup> Siehe [http://www.swx.com/admission/listing/equity\\_market/eu\\_compatible/issuer\\_list\\_de.html](http://www.swx.com/admission/listing/equity_market/eu_compatible/issuer_list_de.html).

<sup>15</sup> FELLER (FN 1), Rz. 19 ff.

<sup>16</sup> Art. 23 und Art. 30 Ziff. 2 des Zusatzreglements für die Kotierung im EU-kompatiblen Segment der SWX.

<sup>17</sup> Siehe <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DTR/3/1>.

<sup>18</sup> Siehe DTR 1.1.1(4) und dazu List! 11, Sept. 2005, 10.

geregelten Markt weder verlangt noch ihm zugestimmt haben<sup>19</sup>. Diese analoge Formulierung, die möglicherweise Art. 9 Abs. 3 MAD entlehnt ist, ermöglicht den Emittenten auch die Management-Transaktionen analog zu den Verpflichtungen im Zusammenhang mit der Ad-hoc-Publizität bzw. der Führung von Insiderlisten zu behandeln. Es macht durchaus Sinn, dass Emittenten, welche keine Pflicht trifft, «inside information» gemäss den Regeln der DTR offenzulegen, auch von der Mitteilungspflicht von Management-Transaktionen ausgenommen sind. Solange sich Emittenten auf die Ausnahmebestimmung von Art. 9 Abs. 3 MAD berufen können, weil sie den Handel ihrer Aktien auf einem geregelten Markt weder verlangt noch ihm zugestimmt haben, spricht nichts dagegen, gestützt auf die Definition von «issuer» im Glossary dieselbe Ausnahme mit Bezug auf die Offenlegung von Management-Transaktionen in Anspruch zu nehmen<sup>20</sup>.

5. Durch DTR 3.1.8 wird der Anwendungsbereich des Kapitels 3 auf Emittenten ausgeweitet, für welche das Vereinigte Königreich nicht der Home Member State ist<sup>21</sup>. Entsprechend gilt die Offenlegungspflicht von Management-Transaktionen im Vereinigten Königreich beispielsweise auch für die UBS AG, obwohl die UBS AG Deutschland als Home Member State gewählt hat.

## IV. Inhalt der Regeln

### A. Grundsätzliches

1. DTR 3.1.3 verlangt, dass Führungskräfte und mit ihnen verbundene Personen alle Transaktionen in Aktien des Emittenten oder in Finanzinstrumenten, die die Aktien betreffen, innert vier Geschäftstagen dem Emittenten gegenüber zu melden haben. DTR 3.1.4 wiederum verlangt vom Emittenten diese Meldungen umgehend (spätestens aber am folgenden Geschäftstag nach Eintreffen der Meldung) via ein Regulatory Information Service<sup>22</sup> («RIS») der Öffentlichkeit zur Verfügung zu stellen. Nachfolgend werden die Einzelheiten dieser Regelung, insbesondere die angesprochenen Personen, der Handel «on own account», die Art der Transaktionen und das Verfahren der Offenlegung dargelegt.

<sup>19</sup> <http://fsahandbook.info/FSA/glossary-html/handbook/Glossary/I?definition=G627>; das gleiche ergibt sich auch aus der Definition des PDMR im FSA Glossar. Die DTR Definition basiert auf der Ermächtigung in FSMA 96A(1)(c).

<sup>20</sup> Allerdings dürften nach hier vertretener Auffassung nur wenige Emittenten, deren Aktien im EU-kompatiblen Segment gehandelt werden, nach wie vor unter die Ausnahmebestimmung von Art. 9 Abs. 3 MAD fallen; vgl. vorne III.1.

<sup>21</sup> List! 11 Sept. 2005, 10 f.

<sup>22</sup> Derzeit gibt es acht verschiedene Provider, welche über die Zulassung der FSA verfügen, «regulatory information» zu verbreiten, vgl. <http://www.fsa.gov.uk/pages/Doing/UKLA/RIS/Contact/index.shtml>.

### B. Betroffene Führungspersonen

1. Zur Umschreibung der betroffenen Führungspersonen verwenden sowohl die MAD als auch die DTR den Begriff der «Persons Discharging Managerial Responsibilities» («PDMR»). Art. 96B FSMA definiert PDMR a) als Verwaltungsräte eines Emittenten und b) als jene hochrangigen Manager («senior executives»), die regelmässig Zugang zu «inside information» haben, die den Emittenten betrifft<sup>23</sup> und die befugt sind, Managemententscheidungen zu treffen, die die zukünftige Entwicklung und die Geschäftsaussichten des Emittenten beeinflussen<sup>24</sup>.

2. Mit dieser umständlichen Definition soll sichergestellt werden, dass nur solche Topmanager unter die Offenlegungspflicht fallen, deren Transaktionen für andere Investoren einen Informationswert haben. Es wird allerdings davon ausgegangen, dass (neben den Verwaltungsräten) zumindest diejenigen Führungskräfte, die in einem Executive Committee tätig sind, davon erfasst werden<sup>25</sup>. Wer nur Informationen aufbereitet und analysiert fällt nicht unter den Begriff des PDMR, wenn er nicht selber an der Entscheidungsfindung des Emittenten beteiligt ist<sup>26</sup>. Entsprechend dürfte der Legal Counsel nur selten ein PDMR sein<sup>27</sup>. Ferner können auch Manager, die nicht Angestellte des Emittenten sondern einer anderen Gruppengesellschaft sind, als PDMR qualifizieren, sofern die anderen Voraussetzungen erfüllt sind<sup>28</sup>. Es obliegt dem Emittenten und den entsprechenden Führungskräften zu bestimmen, welche Führungspersonen im Unternehmen die Kriterien erfüllen und als PDMR qualifizieren. Es gibt auch keine Maximalzahl an PDMR, sondern die Anzahl PDMR bestimmt sich je nach Unternehmen unterschiedlich<sup>29</sup>. Selbstverständlich ist, dass jeder PDMR auf den einschlägigen Insiderlisten erscheint<sup>30</sup>.

### C. Verbundene Personen

1. Die Offenlegungspflicht betrifft nicht nur PDMR, sondern auch mit ihnen verbundene Personen (sog. «connected persons»).

<sup>23</sup> Mit dieser Einschränkung werden Manager von Investmentabteilungen der Banken von der Definition ausgenommen, die durch ihre Arbeit regelmässig Zugang zu «inside information» haben, die aber in der Regel andere Emittenten betreffen und nicht die Bank, für die sie arbeiten.

<sup>24</sup> Die entsprechende Definition findet sich auch im Glossary der FSA unter dem Stichwort «person discharging managerial responsibilities»: <http://fsahandbook.info/FSA/glossary-html/handbook/Glossary/P?definition=G1689>.

<sup>25</sup> Market Watch, Issue 12, June 2005, 8.

<sup>26</sup> List! 16, July 2007, 15.

<sup>27</sup> List! 16, July 2007, 15.

<sup>28</sup> Market Watch, Issue 12, June 2005, 9.

<sup>29</sup> List! 16, July 2007, 16.

<sup>30</sup> MARSH/MCDONNELL (FN 8), 93. Betreffend die Führung von Insiderlisten wird auf die umfassende Darstellung von STEFAN R. SULZER (FN 1), 153 ff. verwiesen.

2. Art. 96B (2) FSMA bezeichnet hierfür drei Gruppen von Personen:

2.1. Zunächst wird auf die Definition in sec. 346 des Companies Act 1985 verwiesen, wonach folgende Personen als mit dem PDMM verbunden erachtet werden: der Ehepartner<sup>31</sup>, Kinder<sup>32</sup> und Stiefkinder unter 18 Jahren<sup>33</sup>, Gesellschaften, bei denen PDMM oder dessen Ehepartner, Kind oder Stiefkind 20 % des Aktienkapitals beherrschen<sup>34</sup>, und Trustees von Trusts, in welchen PDMM oder dessen Ehepartner, Kind oder Stiefkind Begünstigte oder potentiell Begünstigte sind<sup>35</sup>.

2.2. Zweitens fallen unter die Gruppe der verbundenen Personen auch Verwandte von PDMM, die zum Zeitpunkt der Transaktion seit mindestens 12 Monaten mit dem PDMM im gleichen Haushalt wohnen<sup>36</sup>.

2.3. Schliesslich werden auch Gesellschaften vom Begriff der verbundenen Person erfasst, in welchen ein PDMM oder eine mit dem PDMM verbundene Person (gemäss den vorstehenden ersten beiden Personengruppen), Verwaltungsrat ist oder eine Managementposition innehat, die es ihm erlaubt, Managemententscheidungen zu treffen, welche die zukünftige Entwicklung und die Geschäftsaussichten der Gesellschaft beeinflussen<sup>37</sup>.

3. Nachdem die Offenlegungspflicht auch eine persönliche Pflicht der verbundenen Personen (mit entsprechenden Sanktionsmöglichkeiten) ist, erscheint eine Information der betreffenden Personen über ihre Pflichten als dringend angezeigt. Diese Information kann durch den PDMM oder den Emittenten vorgenommen werden.

<sup>31</sup> Einschliesslich des Partners gemäss dem Civil Partnership Act 2004. Nicht geklärt ist, wie eingetragene Partner aus anderen Jurisdiktionen behandelt würden. Meines Erachtens sprechen gute Gründe für die Annahme, dass beispielsweise eine eingetragene Partnerschaft nach Schweizer Recht unter den Anwendungsbereich von DTR 3 fällt.

<sup>32</sup> Das britische Parlament hat auch illegitime Kinder ausdrücklich eingeschlossen, Companies Act 1985 section 346 para. 3(a).

<sup>33</sup> Diskutiert wurde, ob die erweiterte Definition von «connected person» aus dem neuen Companies Act 2006, welche auch Kinder über 18 Jahre und Eltern, Geschwister, etc. umfasst, auch für DTR 3 gelte. Die Definition der FSA verwies 2007 kurzfristig auf den neuen Companies Act 2006, wechselte dann aber wieder zurück zur engeren Definition gemäss Companies Act 1985. Siehe auch FSMA section 96B. Entsprechend zu verstehen sind die Ausführungen von STEPHEN MATHEWS betreffend dem Companies Act 2006 in STEPHEN MATHEWS, Continuing Obligations, in: Maurice Button (ed.), A Practitioner's Guide to The Financial Services Authority Listing Regime 2008/2009, London 2008, 196.

<sup>34</sup> Für die zahlreichen Details siehe Companies Act 1985 section 346.

<sup>35</sup> Ob und inwieweit diese Regeln im Zusammenhang mit den Anwartschaften von PDMM gegenüber Stiftungen der beruflichen Vorsorge beachtlich sein können, wird in D.2. dargelegt.

<sup>36</sup> Art. 96B (2) FSMA.

<sup>37</sup> Art. 96B (2) FSMA.

## D. On Own Account

1. Der Meldepflicht unterliegen lediglich Transaktionen, die «on own account» gemacht werden. Gemäss der Auffassung der FSA erfolgt eine Transaktion «on own account», wenn sie das Ergebnis einer Handlung des PDMM ist (z.B. in dessen Auftrag) oder anderweitig mit seiner Zustimmung erfolgte, wenn die Vorteile der Transaktion hauptsächlich beim PDMM anfallen und diese eine wesentliche Auswirkung auf die Beteiligung des PDMM am Emittenten hat<sup>38</sup>. Nach Auffassung der FSA gibt es allerdings keine abschliessende Definition des Begriffs «on own account», weshalb bei jeder Transaktion zu überprüfen ist, ob die Qualifikation erfüllt ist<sup>39</sup>.

2. Für den Fall von Transaktionen mit vorsorgerechtlichem Hintergrund, etwa im Zusammenhang mit Mitarbeiterbeteiligungsplänen (scheme administered by an «employee benefit trust») gilt, dass Transaktionen eines solchen Trusts dann nicht offenzulegen sind, wenn der Trust für alle Berechtigten handelt<sup>40</sup>. Anders wäre zu entscheiden, wenn Transaktionen auf einen Auftrag eines PDMM zurückgeführt werden können – beispielsweise der Verkauf von Aktien beim Austritt der Führungskraft aus dem Mitarbeiterbeteiligungsplan<sup>41</sup>.

3. An dieser Stelle ist anzumerken, dass der Begriff der «wesentlichen Auswirkung» (material impact) nicht dazu verwendet werden kann, kleinere Transaktionen, beispielsweise den Kauf einer einzigen Aktie, von der Meldepflicht auszunehmen<sup>42</sup>. Das Merkmal der «wesentlichen Auswirkung» dürfte vielmehr lediglich bei komplexen Geschäften wie der Beurteilung von Mitarbeiterbeteiligungsplänen herangezogen werden, bei welchen eine Vielzahl von Begünstigten es schwierig macht zu bestimmen, ob die Transaktion noch einem oder mehreren PDMM zugeordnet werden kann oder nicht.

## E. Transaktionen

1. Der Begriff der Transaktion ist in DTR 3 nicht näher umschrieben. Sowohl die EU (CESR) als auch die FSA scheinen auf eine Definition darauf verzichtet zu haben. Allerdings hält DTR 3.1.2 fest, dass alle Geschäfte erfasst werden, welche «shares of the issuer, derivatives or other financial instruments relating to those shares» betreffen. Diese Formulierung macht hinreichend klar, dass der Anwendungsbereich weit gesteckt ist. Darunter fallen neben Aktienkäufen und -verkäufen auch der Handel mit Differenzgeschäften wie den im Vereinigten Königreich sehr populären Contracts for Difference oder spread bets<sup>43</sup>, weiter alle Derivative, die

<sup>38</sup> List! 11, Sept. 2005, 11.

<sup>39</sup> List! 11, Sept. 2005, 11.

<sup>40</sup> MARSH/MCDONNELL (FN 8), 95.

<sup>41</sup> MARSH/MCDONNELL (FN 8), 95; List! 11, Sept. 2005, 11.

<sup>42</sup> Es sind ausnahmslos alle Transaktionen mitzuteilen, vgl. nachstehend E.9.

<sup>43</sup> List! 11, Sept. 2005, 11.

sich auf die Aktie beziehen (z.B. Optionen, Swaps, Futures und Forwards). Zusätzlich dürften auch Positionen in Anleihen mit einem convertible-Element darunterfallen, weil auch diesbezüglich die Verbindung zu den Aktien des Emittenten hinreichend eng erscheint<sup>44</sup>.

2. Bei Index- und Basketprodukten kann aufgrund der relativen Gewichtung des einzelnen Titels recht einfach ausgerechnet werden, in welchem Umfang die Transaktion Aktien des Emittenten betrifft. Es besteht Grund zur Annahme, dass auch Transaktionen mit Index- und Basketprodukten unter besonderen Umständen ebenfalls meldepflichtig werden können. So wäre es ein Leichtes, ein Indexprodukt «short» zu verkaufen und gleichzeitig alle im Index enthaltenen Titel ausser der Aktie des Emittenten zu kaufen. Ökonomisch würde dieses Arrangement auf den Verkauf nur gerade der Aktien des Emittenten hinauslaufen. Die FSA hat sich soweit ersichtlich noch nie zu dieser Problematik im Zusammenhang mit DTR 3 geäussert. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass das analoge Problem beim gegenwärtigen Verbot des short selling von Finanztiteln im dargelegten Sinne beurteilt wurde<sup>45</sup>. Wird also ein Index- oder Basketprodukt praktisch zur Umgehung der Meldepflicht benutzt, ist diese trotzdem anwendbar. Als sehr weitgehend erschiene demgegenüber Index- oder Basketkäufe, die nicht der Umgehung dienen, ebenfalls vollumfänglich der Meldepflicht zu unterstellen.

3. Mit dem Begriff der «weiteren Finanzinstrumente» wird gemäss dem FSA Glossar beabsichtigt sicherzustellen, dass nichts durch die engen Maschen fällt.

4. Im Vereinigten Königreich ist der Begriff der Transaktion zudem vor dem Hintergrund des Model Code<sup>46</sup> zu betrachten. Der Model Code gilt für Emittenten, die ein Primärlisting ihrer Aktien im Vereinigten Königreich haben. Auf Schweizer Emittenten, deren Aktien nur an der SWX kotiert sind, ist der Model Code somit nicht anwendbar. Im Gegensatz zu DTR 3 beinhaltet der Model Code keine Offenlegungspflicht, sondern Handelsverbote zu gewissen Zeiten sowie ein umfassendes Zustimmungssystem. In der Quintessenz schreibt der Model Code vor, dass PDMR vor einem «dealing» die Zustimmung einer übergeordneten Instanz einholen müssen. Zusätzlich ist ein «dealing» vor der Bekanntgabe von gewissen Finanzzahlen sowie immer dann verboten, wenn das Unternehmen über *inside information* verfügt.

5. Im Gegensatz zu DTR 3 verwendet der Model Code nicht den Begriff der Transaktion sondern spricht von «dealing».

Zudem wird genau aufgezählt, welche Handlungen unter den Begriff des «dealings» fallen. Von «dealing» wird nicht nur das Verfügungs-, sondern bereits das Verpflichtungsgeschäft erfasst. Zusätzlich umfasst der Begriff auch stock lending agreements<sup>47</sup>. Zu beachten ist auch der Umgang mit dem Stellen von Sicherheiten. Gemäss Model Code gilt als «dealing», wenn ein PDMR Aktien als Sicherheiten stellt, da dadurch ökonomisch gesehen Wert aus den Aktien herausgenommen wird<sup>48</sup>. Dies liegt auf der Hand, wenn die Aktien die einzige Sicherheit bilden, die einer Kredit gewährenden Bank zur Verfügung stehen. Falls neben den Aktien der PDMR auch persönlich haftet (was häufig der Fall sein dürfte), ist der Zusammenhang mit einem «normalen» Aktienverkauf allerdings deutlich schwächer.

6. In den allgemeinen Geschäftsbedingungen der Banken wird regelmässig vorgesehen, dass die Bank bei Nichtzahlung von Gebühren etc. auf das Depot zurückgreifen kann. Diese Konstellation allein dürfte kaum als Stellen einer Sicherheit im Sinne des Model Code qualifizieren. Dies gilt umso mehr, solange der PDMR liquide ist. Es wäre auch schwierig darzulegen, in welchem Umfang der PDMR gehandelt hat. Anders wäre der Fall zu beurteilen, wenn der PDMR speziell für die Absicherung eines Kredites ein Aktienpaket an eine Bank überträgt. In diesem Fall liegt ein «dealing» im Sinne des Model Code vor und die Wahrscheinlichkeit, dass dies auch als Transaktion gemäss DTR 3 qualifiziert würde, ist nicht gering<sup>49</sup>.

7. Nunmehr erklärte die FSA – unter Hinweis auf den Model Code – in einer Pressemitteilung vom 9. Januar 2009, dass Verpfändungen («pledge, mortgage or charge») von Aktien des Emittenten durch PDMR in gleicher Weise der Offenlegung unterstehen wie der Handel mit Aktien<sup>50</sup>. Zugleich wurde auf eine Frist bis zum 23. Januar 2009 hingewiesen, innert welcher allfällige Verpfändungen aus der Vergangenheit nachzumelden waren.

8. Ein weiteres Abgrenzungsproblem zwischen DTR 3 und Model Code zeigt sich bei denjenigen Transaktionen, die

<sup>47</sup> Model Code 1(c)(iv).

<sup>48</sup> Model Code 1(c)(v).

<sup>49</sup> Siehe diesbezüglich beispielsweise die Offenlegungsmeldung durch die FTSE 250 Gesellschaft Carphone Warehouse vom 8. Dezember 2008, die zum Rücktritt eines Verwaltungsrates führte, da er die Verpfändung seiner Aktien nicht offengelegt hatte: <http://www.investigate.co.uk/Article.aspx?id=200812080700106904J> und die anschliessende Pressekommentierung beispielsweise durch die Financial Times: [http://www.ft.com/cms/s/0/ccc678d8-c4f9-11dd-b516-000077b07658.html?nclick\\_check=1](http://www.ft.com/cms/s/0/ccc678d8-c4f9-11dd-b516-000077b07658.html?nclick_check=1).

<sup>50</sup> <http://www.fsa.gov.uk/pages/Doing/UKLA/company/disclosure/index.shtml>, sowie <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2009/005.shtml>. Dies im Gegensatz zur Regelung in der Schweiz, wonach die Verpfändung von der Meldepflicht ausdrücklich ausgeschlossen ist; vgl. Rz 17 der Richtlinie betreffend Offenlegung von Management-Transaktionen; RLMT.

<sup>44</sup> Vgl. dazu E.10.

<sup>45</sup> Siehe Frage 15 der FSA FAQ Version 2 zum Short Selling (No. 5) Instrument 2009 vom 19. Januar 2009; [http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/Short\\_selling\\_FAQs\\_V2.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/Short_selling_FAQs_V2.pdf).

<sup>46</sup> Der Model Code findet sich in Annex 1 von Kapitel 9 der Listing Rules: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR/9/Annex1>.

gemäss Model Code kein «dealing» darstellen, indessen gemäss DTR 3 meldepflichtig sind, wie dies beispielsweise beim Kauf von Aktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung der Fall ist<sup>51</sup>. Aufgrund der unterschiedlichen Natur der Regelwerke (Model Code verbietet gewisse Transaktionen, DTR 3 verlangt nur deren Offenlegung), ist der Model Code nicht einschlägig und somit der Kauf von Aktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung gemäss DTR 3 offenzulegen.

9. Im Vereinigten Königreich wurde darauf verzichtet, Kleinsttransaktionen von der Meldepflicht auszunehmen. Gemäss Art. 6 Abs. 1 der MAD implementierenden Richtlinie<sup>52</sup> sind Mitgliedstaaten berechtigt, Transaktionen unter EUR 5000 von der Meldepflicht auszunehmen. Eine entsprechende Einschränkung ist nicht erfolgt, damit sind auch minimale Transaktionen offenzulegen.

10. Welche Transaktionen sind von einer Offenlegungspflicht ausgenommen? Dazu gehört beispielsweise der Kauf oder Verkauf einer Schuldverschreibung des Emittenten<sup>53</sup>. Ebenfalls ausserhalb des Anwendungsbereich von DTR 3 sind Transaktionen mit Credit Default Swaps (CDS)<sup>54</sup>.

## F. Details zum Inhalt und zum Verfahren der Offenlegung

1. Art. 6(3) der die MAD implementierenden Richtlinie<sup>55</sup> umfasst eine abschliessende Liste der Informationen, welche an den Emittenten zu melden sind. Diese Liste wurde in DTR 3.1.3 direkt übernommen. Sie umfasst

- den Namen des PDMR bzw. der mit ihm verbundenen Person,
- den Grund für die Offenlegungspflicht,
- den Namen des Emittenten,
- eine Beschreibung des Finanzinstruments,
- die Natur der Transaktion (z.B. Kauf oder Verkauf),
- Ort und Zeit der Transaktion, sowie
- Preis und Volumen der Transaktion.

<sup>51</sup> Model Code 2(a).

<sup>52</sup> 2004/72/EC.

<sup>53</sup> Ausser es handelt sich um einen Convertible. Der Hinweis auf «Debentures» im Meldeformular der FSA dürfte in diesem Sinne verstanden werden (zum Formular siehe unten mehr), da gewöhnliche Unternehmensanleihen nicht mit den Aktien des Emittenten verbunden sind, was gemäss DTR 3.1.2 eine Voraussetzung der Offenlegungspflicht ist.

<sup>54</sup> Diese Instrumente spiegeln das Konkursrisiko eines Emittenten wieder und eignen sich sehr gut, sich gegen den Ausfall eines Emittenten abzusichern. Handelt ein PDMR kurz vor dem Konkurs des Emittenten mit CDS, so dürften aber die Verbote des Insiderhandels und des Marktmissbrauchs gemäss sec. 118 FSMA in Frage stehen, obwohl diese Instrumente m.E. ausserhalb der Offenlegungspflicht liegen (siehe Market Watch Issue No. 30, 13).

<sup>55</sup> 2004/72/EC.

2. Die Transaktion ist seitens der betreffenden Personen innerhalb von vier Werktagen dem Emittenten zu melden<sup>56</sup>. Der Emittent muss unverzüglich, spätestens aber bis zum Ende des darauffolgenden Werktages die Transaktion via ein Regulatory Information Service (RIS) veröffentlichen<sup>57</sup>. Damit ist den Anforderungen der die MAD implementierenden Richtlinie (worin eine Meldung innert fünf Tagen verlangt wird) Genüge getan<sup>58</sup>. Die FSA hat ein Meldeformular<sup>59</sup> veröffentlicht, welches für die Meldungen der Emittenten gebraucht werden kann, aber nicht gebraucht werden muss<sup>60</sup>. Die Veröffentlichung des Emittenten hat zudem die Information zu enthalten, wann der Emittent über die Transaktion informiert wurde<sup>61</sup>.

3. Schliesslich ist noch darauf hinzuweisen, dass der zusätzliche Meldetatbestand, der in DTR 3.1.4(1)(c) erwähnt wird (Offenlegung der gehaltenen Aktien gemäss sec. 793 Companies Act 2006), auf Schweizer Emittenten nicht anwendbar ist. Im Meldeformular für die Emittenten ist bereits vorgesehen, dass nicht in jedem Fall auch eine Meldung gemäss Companies Act zu erfolgen hat.

## V. Durchsetzung der Regeln im Vereinigten Königreich

1. Die FSA ist zuständig für die Einhaltung einer Vielzahl unterschiedlicher Regeln mit unterschiedlichem Wichtigkeitsgrad. Eine Durchsicht der publizierten Urteile der FSA bzw. der zuständigen gerichtlichen Organe zeigt, dass DTR 3 nicht im Zentrum der Vollstreckungsbemühungen zu liegen scheint. Vielmehr liegt der Fokus auf der Durchsetzung des Verbots des Insiderhandels und des Marktmissbrauchs.

2. Die Offenlegungsregeln von DTR 3 erscheinen daher in einem gewissen Mass subsidiär zu anderen Regeln. Die FSA dürfte nur dort wirklich interessiert sein, Verletzungen von DTR 3 zu verfolgen, wo zugleich starke Hinweise auf Insiderhandel vorliegen bzw. eine Ad-hoc-Meldung nicht rechtzeitig abgesetzt wurde. Dies mag damit zu tun haben, dass Emittenten nicht selten gesellschaftsinterne Sanktionen für Verstösse im Zusammenhang mit DTR 3 vorsehen und sich die FSA damit auf grobe Verletzungen konzentrieren kann.<sup>62</sup>

3. Beachtenswert bleibt jedenfalls, dass die möglichen Konsequenzen einer Nichtbeachtung von DTR 3 beträchtlich

<sup>56</sup> DTR 3.1.2.

<sup>57</sup> DTR 3.1.4 (2).

<sup>58</sup> Siehe Art. 6 Abs. 1 der Richtlinie 2004/72/EC.

<sup>59</sup> [http://www.fsa.gov.uk/pubs/forms/DR\\_responsibility.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/forms/DR_responsibility.pdf).

<sup>60</sup> DTR 3.1.7.

<sup>61</sup> DTR 3.1.5.

<sup>62</sup> Vgl. FN 49 betreffend den Rücktritt von David Ross aus dem Verwaltungsrat von Carphone Warehouse vom 8. Dezember 2008 als Folge einer unterbliebenen Offenlegung.

sind. Zunächst fällt auf, dass im Gegensatz zur Regelung in der Schweiz nicht nur der Emittent selber, sondern auch die entsprechenden Führungspersonen (und auch die mit ihr verbundenen Personen) persönlich zur Rechenschaft gezogen werden können<sup>63</sup>. Dabei sind im Extremfall Bussen in unlimitierter Höhe vorgesehen. Wegen der Nähe der DTR 3 zu den Tatbeständen des Insiderdealings ist neben einer allfälligen Busse auch immer ein möglicher Reputationsverlust zu beachten – der sowohl für den Emittenten als auch für die entsprechende Führungsperson mit nicht geringen Nachteilen verbunden sein kann.

Différents émetteurs SMI ou SLI, dont les actions sont négociées sur SWX Europe, sont soumis aux règles européennes relatives à la publicité. La directive sur les abus de marché («MAD») et sa mise en œuvre dans le Royaume-Uni sont déterminantes, presque tous les émetteurs ayant ce pays comme Etat membre d'origine (Home Member State). Le présent article expose les règles en vigueur au Royaume-Uni, ayant en vue que la SIX transfèrera le négoce des titres SMI et SLI à la mi-2009 de Londres à Zurich. Les normes européennes sont incontestablement plus complètes; elles s'appliquent, par exemple, aussi au négoce d'instruments dérivés et elles ne connaissent pas de franchise de CHF 100 000 par mois à l'inverse de la Suisse.

(trad. LT LAW-TANK, Fribourg)

<sup>63</sup> DTR 1.5.3.G und FSMA sec. 91.