Università della Svizzera italiana

swiss:finance:institute

Univ.-Prof. Dr. Eric Nowak, Lehrstuhl für Finanzmanagement und Accounting, Universität Lugano, und Research Fellow, Swiss Finance Institute

20.06.2016

Stellungnahme
Vernehmlassung zur Revision von Vorschriften zur Ad hoc-Publizität der SIX Exchange Regulation

Ziel der Anpassungen bei den Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität ist eine präzisere Definition des Begriffs der Kursrelevanz. Im Kotierungsregelement (KR) und der Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität (RLAhP) wird klargestellt, dass die Kursrelevanz sich grundsätzlich jeweils nach den Umstanden des Einzelfalls beurteilt. Es gibt in diesem Sinne keine „per se-Tatbestände" mit Ausnahme der Finanzberichte. Nach der neuen „Legaldefinition" gem. Art. 53 Abs. 2 KR gelten als kursrelevant „Tatsachen, die wahrscheinlich geeignet sind, den Kurs erheblich zu beeinflussen. Erheblich ist eine Kursänderung, wenn sie das übliche Mass der Schwankungen deutlich übersteigt." Wahrscheinlich ist eine mögliche Kursänderung, „wenn die Chance einer Änderung vermutungsweise über 50 Prozent liegt." Erheblich ist eine Kursänderung dann, „wenn sie das übliche Mass von Kursschwankungen übertrifft."

Die korrekte Messung der Kurserheblichkeit von Ad-hoc-Mitteilungen ist nach wie vor ein viel diskutiertes Problem und eine der schwierigsten Aufgaben bei der Anwendung der Ad hoc-Publizität (AHP) überhaupt. Im Zusammenhang mit dem Kriterium der theoretischen Wahrscheinlichkeit einer erheblichen Kursbeeinflussung ex ante stellt sich die empirische Frage, welche Tatsachen ex post eine erhebliche Kursbeeinflussung bewirkt haben (tatsächliche Einwirkung). Die Beantwortung dieser Frage ist aus mehreren Gründen relevant: Erstens konkretisiert die ex-post-Betrachtung empirische Aussagen dahingehend, dass der Markt auf bestimmte Tatsachen häufig in bestimmter Weise reagiert. Dadurch ermöglicht sie zweitens im Sinne einer objektiven Orientierung die Aufstellung eines Katalogs solcher Massnahmen, Vorgänge und Umstände, die typischerweise zu erheblichen Kursausschlägen führen und somit die Publizitätspflicht auslösen. Drittens könnten die dabei angewandten Methoden der empirischen Kapitalmarktforschung die Exaktheit eines formelhaft handhabbaren Kriteriums der Erheblichkeit ermöglichen.

Die Ablehnung von „per se-Tatbeständen" im Sinne eines nicht abschliessenden Katalogs von Vorgängen, welche die AHP auslösen, ist im internationalen Vergleich unüblich und m.E. auch der Rechtssicherheit in der Schweiz nicht dienlich. Für Emittenten und Aktionäre wäre es im Sinne einer präziseren Definition wichtig gewesen, zumindest Klarheit darüber zu haben, was in jedem Fall publizitätspflichtig ist. Diese Entscheidung ist m.E. sehr zu bedauern, zumal ja offensichtlich „von Seiten der Emittenten jedoch häufig der Wunsch nach klareren Vorschriften geäussert wird", und diesem Wunsch somit nicht hinreichend entsprochen wurde.

Einen anderen Weg geht schon seit Jahren die deutsche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), die in ihrem Emittentenleitfaden (2013) einen nicht abschliessenden Katalog veröffentlichungspflichtiger Insiderinformationen (IV.2.2.4) vorgibt. Die Kategorisierung dieses Katalogs ist angelehnt an einen entsprechenden Vorschlag des Verfassers (siehe Leis/Nowak, 2001).

Die neue „Legaldefinition" im KR, dass eine Tatsache dann erheblich ist, wenn sie „das übliche Mass von Kursschwankungen übertrifft" und „wahrscheinlich ist, wenn die Chance einer Änderung vermutungsweise über 50 Prozent liegt" ist ohne Weiteres nicht praktisch anwendbar und bedarf m.E. einer weiteren Konkretisierung. Angaben von Prozentzahlen ohne Berücksichtigung der marktbedingten Volatilität haben keine Aussagekraft und sind nicht praktikabel, um das Merkmal der erheblichen Kursrelevanz zu definieren. Bei einer höheren firmenspezifischen Volatilität sind die Schwellenwerte bspw. entsprechend höher anzusetzen.

Ereignisstudien sind eine wissenschaftlich fundierte Methode der Messung der Kurserheblichkeit, die zur Entscheidungsfindung von der SEC und US-amerikanischen Gerichten bei der Überprüfung des Materiality-Kriteriums angewendet werden. Im Rahmen von Ereignisstudien kann untersucht werden, welche ad hoc veröffentlichten Tatsachen ex post eine erhebliche Kursbeeinflussung bewirkt haben und für diese Tatsachen sollte dann eine Mitteilungspflicht bestehen. Die Anwendung dieser Methoden könnte die Umsetzung der AHP wesentlich erleichtern. Damit soll auch ein Anstoss zur Diskussion geleistet werden, ob die Übernahme des US-amerikanischen Materiality-Konzeptes als Standard für Kursrelevanz im Sinne des KR/RLAhP praktikabel wäre. Ich verweise hier auf meinen dieser Stellungnahme beigefügten, in der Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB) veröffentlichten Aufsatz (Nowak, 2001), der sich auf §15 des deutschen Wertpapierhandelsgesetzes bezieht, dessen Schlussfolgerungen aber analog auf die Definition der Kursrelevanz im KR/RLAhP Anwendung finden können.

Literatur

Nowak, E., J. Leis, *Ad-hoc-Publizität nach §15 WpHG,* Schäffer/Poeschel, 2001.

Nowak, E., Eignung von Sachverhalten in Ad-hoc-Mitteilungen zur erheblichen Kursbeeinflussung, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB), Vol. 13 (6), 2001, 449-524.

Nowak, E., C. Kaserer, Die Anwendung von Ereignisstudien bei Ad-hoc-Mitteilungen, Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ZfB), Vol. 71 (11), 2001, 1353-1356.

Nowak, E., S. Feinendegen, Publizitätspflichten börsennotierter Aktiengesellschaften im Spannungsfeld zwischen Regelberichterstattung und Ad-hoc-Publizität, Die Betriebswirtschaft (DBW), Vol. 61 (3), 2001, 371-389.

Nowak, E., W. Schruff, S. Feinendegen, Die Ad-hoc-Publizitätspflicht des Jahresergebnisses gemäss § 15 WpHG, Betriebs-Berater, 56, 14/2001, 719-25.

Nowak, E., Ad-hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen – Neue Erkenntnisse aus der empirischen Kapitalmarktforschung, Der Betrieb, 12/99, 601-604.

Angaben zum Verfasser

(1) Arbeitsgebiete

Betriebswirtschaftslehre, Finanz- und Rechnungswesen, Corporate Finance, Corporate Governance, Unternehmensbewertung, Private Equity, Law & Finance, Ad-hoc-Publizität

(2) Akademische Abschlüsse

1989 Abitur, Schule Schloss Salem

1992 International Business Exchange Program, Universita L. Bocconi, Mailand

1994 lic.oec.HSG (Finanz-und Rechnungswesen), Universität St. Gallen (HSG)

1997 Doctoratus oeconomiae (Dr.oec.HSG), Universität St. Gallen (HSG)
Erstgutachter: Prof. Dr. Klaus Spremann, Zweitgutachter: Prof. Sherwin Rosen, Ph.D.

2002 Habilitation (venia legendi) in Betriebswirtschaftslehre, Goethe-Universität Frankfurt
Gutachter: Prof. Dr. R.H. Schmidt, Prof. Dr. C. Schlag, Prof. Dr. W. Meißner

(3) Akademische Laufbahn

1990-1993	Ass. Editor, Swiss Review into International Economic Relations, St. Gallen
1993-1995	Assistent, Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen, St. Gallen
1995-1996	Swiss National Science Foundation Fellow, University of Chicago
1997	DFG-Gastforscher am Sonderforschungsbereich 373, Humboldt-Universität
1997-2002	Wiss. Assistent, Lehrstuhl für internationales Bank- und Finanzwesen, Universität Frankfurt a.M.
2002-2003	Dozent, Stuttgart Institute of Management and Technology (SIMT)
2002-2003	Vertreter des C4-Lehrstuhls für Bankwirtschaft, Universität Hohenheim
2003	DAAD-Kurzzeitdozent, COPPEAD Business School, Rio de Janeiro
2010-2011	Rock Center for Corporate Governance Visiting Scholar, Stanford University
2003-heute	Professor für Finanzmanagement und Rechnungswesen, Universität Lugano
2006-heute	Joint Affiliate Faculty Member, Swiss Finance Institute (SFI)

(4) Relevante Tätigkeiten als Sachverständiger

2002	Stellungnahme zum 4. FMFG im Bundesministerium der Finanzen
2002	DAI-Hearing des Europäischen Parlaments zur Investment Services Directive
2006	OECD Consultant on Corporate Governance of Non-Listed Companies
2008	Stellungnahme zum Risikobegrenzungsgesetz im Finanzausschuss des Deutschen Bundestages
2009	Stellungnahme zum Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz als Sachverständiger im Bundestag
Seit 2009	Herausgeber der Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB)