walderwyss rechtsanwälte

Rechtsstellung und Pflichten kotierter Gesellschaften

(Unter Berücksichtigung der Minder-Initiative gemäss Vergütungsverordnung vom 20.11.2013)

Walder Wyss

PD Dr. iur. Urs Schenker **2013**

Seefeldstrasse 123
8034 Zürich
Schweiz

Tel. +41 58 658 55 31
Fax +41 58 658 59 59

I N H A L T S V E R Z E I C H N I S

I. DIE BEDEUTUNG DER BÖRSE FÜR UNTERNEHMEN UND DIE ZIELE DER RECHTLICHEN REGELUNG 6

A. Die Funktion der Börse für Wirtschaft und Unternehmen 7
B. Ziele der börsenrechtlichen Regelung 9
C. Kotierung – ein Kulturwechsel für ein Unternehmen 10

II. DIE CORPORATE GOVERNANCE VON PUBLIKUMSGESELLSCHAFTEN 12

A. Ziele und Regelung der Corporate Governance bei kotierten Unternehmen 12
1. Begriff und Ziel der Corporate Governance 12
2. Die Regeln der Corporate Governance 12
B. Die Rolle der einzelnen Organe im Rahmen der Corporate Governance 17
1. Generalversammlung 17
2. Verwaltungsrat 31
3. Die Geschäftsleitung 51
4. Die Revisionsstelle 52
C. Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung 55
1. Die Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung als entscheidende Herausforderung der Corporate Governance 56
2. Statutarische Grundlagen für Leistungen an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung 57
3. Die Stellung des Vergütungsausschusses 61
4. Transparenz durch den Vergütungsbericht 63
5. Der Entscheid der Generalversammlung über die Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung 69
6. Die Regelung der Corporate Governance in Statuten und Reglementen 95
D. Die Offenlegung der Corporate Governance gegenüber den Anlegern 97
1. Der Anwendungsbereich der Richtlinie Corporate Governance 97
2. Der Corporate Governance-Bericht als Teil des Geschäftsberichtes 97
3. Offenlegungspflichten gemäss Richtlinie Corporate Governance 98
4. Darstellung der Konzernstruktur der Gesellschaft 99
5. Aktionäre 99
6. Kreuzbeteiligungen 99
7. Verwaltungsrat 101

III. DIE KOTIERUNGSSTANDARDS DER SIX 109

A. Operative Unternehmen: Main Standard und Domestic Standard 110
1. Main Standard 111
2. Domestic Standard 118
B. Kotierungsvoraussetzung für Investment- und Immobiliengesellschaften 120
1. Immobiliengesellschaften 121
2. Investmentgesellschaften 123

IV. DIE KOTIERUNG VON BETEILIGUNGSPAPIEREN (KAPITALERHÖHUNGEN UND IPO) 128

A. Der Kotierungsprospekt 128
1. Prospektpflicht 129
2. Der Zweck des Prospektes 131
3. Der Adressat des Prospektes: Der sachkundige Anleger 133
4. Grundsätze der Prospekterstellung 134
5. Der Inhalt des Prospektes 135
6. Zusätzliche Angaben bei Investmentgesellschaften 158

7. Zusätzliche Angaben bei Immobiliengesellschaften ... 161
8. Due Diligence als Basis für Aussagen über Tatsachen, Werturteile und Prognosen ... 164
9. Form und Gestaltung des Prospektes ... 167
10. Veröffentlichung des Kotierungsprospektes ... 168
B. Kotierungsinserat ... 169
1. Zweck des Kotierungsinserates ... 169
2. Inhalt des Kotierungsinserates ... 169
3. Form der Veröffentlichung ... 170
C. Kotierungsgesuch und Kotierungsverfahren ... 171
1. Einreichung des Kotierungsgesuchs ... 171
2. Inhalt des Kotierungsgesuchs ... 172
3. Prüfungskompetenz des Regulatory Board ... 172
4. Der Entscheid des Regulatory Board ... 173
5. Informelle Vorprüfung, Vorentscheide ... 173
D. Haftungsrisiken bei Emissionen und Kotierung ... 174
1. Prospekthaftung nach Art. 752 OR und Art. 41 OR ... 174
2. Kreis der haftenden Personen ... 175
3. Die haftungsbegründenden Dokumente ... 176
4. Voraussetzungen der Haftung ... 176
5. Vermeidung einer Haftung ... 178

V. DIE INFORMATIONSPFLICHTEN VON PUBLIKUMSGESELLSCHAFTEN ... 182

A. Periodische Berichterstattung ... 182
1. Der jährliche Geschäftsbericht ... 183
2. Halbjahresbericht und Quartalsberichte ... 184
3. Zusatzvorschriften für Investmentgesellschaften ... 185
4. Spezialbestimmungen für Immobiliengesellschaften ... 185
5. Die Anwendung der Vorschriften über die Ad hoc-Publizität auf Jahres- und Halbjahresabschlüsse sowie weitere Finanzzahlen ... 186
6. Medienkonferenzen und Medienmitteilung betreffend Jahres- und Halbjahresabschlüsse 188
B. Ad hoc-Publizität ... 190
1. Die Publizitätspflicht ... 190
2. Beispiele publikationspflichtiger Tatsachen ... 195
3. Veränderungen in der Ertragslage und Gewinnwarnungen ... 199
4. Die Formulierung von Ad hoc-Mitteilungen ... 202
5. Die Veröffentlichung von Ad hoc-Mitteilungen ... 203
6. Zeitpunkt der Veröffentlichung ... 205
7. Der Aufschub der Ad hoc-Mitteilung ... 207
C. Offenlegung von Management-Transaktionen ... 214
1. Meldepflichtige Personen ... 214
2. Der Umfang der Meldepflicht ... 215
3. Meldepflichtige Transaktionen ... 218
4. Meldung und Veröffentlichung ... 220
5. Die Pflichten des kotierten Unternehmens: ... 220
6. Verhältnis zur Meldepflicht nach Art. 20 BEHG ... 223
D. Die Mitteilung gesellschaftsrechtlicher Veränderungen ... 224
E. Sanktionen für die von der SIX auferlegten Informationspflichten ... 225
1. Grundlage und Natur der Sanktionen ... 226
2. Die Zurechnung des Verhaltens von Organ- und Hilfspersonen ... 227
3. Die möglichen Sanktionen ... 228
4. Die Bemessungsfaktoren ... 229
5. Verfahren ... 231
F. Exkurs: Die Offenlegung bedeutender Aktionäre nach Börsen- und Aktienrecht ... 234
1. Börsenrechtlichte Vorschriften ... 234
2. Aktienrechtliche Offenlegungsvorschriften ... 235

VI. INSIDERDELIKTE UND KURSMANIPULATIONEN 236

A. Insiderdelikte und Kursmanipulationen werden im Börsengesetz sowohl in aufsichtsrechtlicher wie auch in strafrechtlicher Weise geregelt 236
1. Aufsichtsrechtliche Regelung (Art. 33e und Art. 33f BEHG) 237
2. Strafrechtliche Regelung (Art. 40 und Art. 40a BEHG) 239
3. Zusammenwirken von Aufsichts- und Strafrecht 241

B. INSIDERHANDEL 245
1. Der strafrechtliche Tatbestand (Art. 40 BEHG) 245
2. Der aufsichtsrechtliche Tatbestand (Art. 33e BEHG) 251

C. KURSMANIPULATIONEN 257
1. Der strafrechtliche Tatbestand (Art. 40a BEHG) 258
2. Der qualifizierte Tatbestand der schweren Kursmanipulation 260
3. Der aufsichtsrechtliche Tatbestand (Art. 33f BEHG) 261

VII. DIE VORBEREITUNG EINER GESELLSCHAFT AUF EINE PUBLIKUMSEMISSION 269

A. Anpassung von Organisation und Management an die Erfordernisse einer modernen Corporate Governance 269

B. Anpassung der Rechnungslegung an die für eine Kotierung erforderlichen Rechnungsstandards 271
1. Die zulässigen Rechnungslegungsstandards 271
2. Die Umstellung des Rechnungswesens 271

C. Die Anpassung der Kapitalstruktur 272
1. Höhe des Kapitals und Stückelung der Aktien 272
2. Einheitsaktien, Stimmrechtsaktien, Vorzugsaktien und Partizipationsscheine 273
3. Vorzugsaktien 274
4. Genehmigtes und bedingtes Kapital 275

D. Die Anpassung der Statuten 277
1. Generelle Anpassung an den Standard von Publikumsgesellschaften 277
2. Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote, Opting-out / Opting-up 277
3. Bestimmungen zur Abwehr von feindlichen Übernahmen 278

E. Einbindung der Aktionäre in den IPO 281
2. Lock-up Vereinbarungen 282
3. Gruppenbildung unter den bestehenden Aktionären 282

Abkürzungen:

BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, SR 951.1)
BEHV	Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel. (Börsenverordnung, BEHV)
BEHV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel (SR 954.193)
BGG	Bundesgesetz über das Bundesgericht
BV	Bundesverfassung
Code of Best Practice	Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance
DCF	Discounted Cash Flow
ETF	Exchange Traded Fund
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association
FER	Fachempfehlungen zur Rechnungslegung in der Schweiz (auch bezeichnet als "Swiss GAAP FER")
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FINMAG	Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPO	Initial Public Offering
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, 951.31)
KR	Kotierungsreglement
MIS	Management Information Systems
OR	Obligationenrecht
SIX	SIX, Swiss Exchange
StGB	Strafgesetzbuch
UEV	Übernahmeverordnung
US-GAAP	US Generally Accepted Accounting Principles
VegüV / Vergütungsverordnung	Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften
VgdA	Verordnung gegen die Abzockerei (Vorentwurf der VegüV vom 14. Juli 2013)
VGG	Bundesgesetz über das Verwaltungsgericht
VwVG	Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren

I. DIE BEDEUTUNG DER BÖRSE FÜR UNTERNEHMEN UND DIE ZIELE DER RECHTLICHEN REGELUNG

- *Die Kotierung ermöglicht einem Unternehmen, am Kapitalmarkt Eigenkapital aufzunehmen.., Dank der Kotierung ist es auch Investoren mit einem kurzen Anlagehorizont möglich, Aktien und andere Beteiligungspapiere eines Unternehmens zeichnen und ihm so Eigenkapital zur Verfügung stellen. Sie können die erworbenen Aktien jederzeit wieder an der Börse veräussern und erhalten so das eingesetzte Kapital zurück, obwohl das Eigenkapital dem Unternehmen aus rein aktienrechtlicher Sicht potentiell "ewig" verbunden bleibt und nicht zurückgefordert werden kann.*
- *An der Börse bilden sich die Preise für Beteiligungspapiere. Mit diesem Preis bestimmt die Börse die Kosten, zu denen Unternehmen Eigenkapital aufnehmen können. Die Börse hat damit eine Allokationsfunktion für Kapital, da die Unternehmen mit den besten Gewinnaussichten dank hohen Kursen das günstigste Eigenkapital erhalten. Diese Allokationsfunktion kann die Börse allerdings nur erfüllen, wenn der Markt effizient ist, d.h. der Preis den tatsächlichen Wert des Unternehmens widerspiegelt, weil die Marktteilnehmer alle bewertungsrelevanten Informationen erhalten und bei der Kursbildung berücksichtigen.*
- *Ziel des Börsenrechts ist es, diese volkswirtschaftlich wichtige Allokationsfunktion der Börse zu schützen. Zur Sicherung einer effizienten Preisbildung wird daher vorgesehen, dass kotierte Unternehmen dem Publikum alle für die Bewertung wesentlichen Informationen offenlegen müssen, sodass diese in die Preisbildung einfliessen. Zusätzlich verhindert das Börsenrecht auch manipulatorische Transaktionen, die zu einer Verfälschung der Kursbildung führen.*
- *In zweiter Linie schützt das Börsenrecht aber auch die individuellen Anleger. Dieser Schutz wird dadurch erreicht, dass Transparenz und Gleichbehandlung für alle Anleger sichergestellt werden. Das Börsenrecht verbietet den Anlegern dagegen nicht, Risiken einzugehen. Es geht davon aus, dass die Anleger mündig sind und aufgrund der Transparenzvorschriften das Risiko selber beurteilen können. Anleger- und Funktionsschutz greifen aber ineinander über - wird die effiziente Preisbildung sichergestellt, so kauft auch der Anleger, der trotz Transparenz nicht alle Informationen selbst verarbeitet zum "richtigen", d.h. zu einem dem Risiko angemessenen Preis.*
- *Strebt ein Unternehmen die Kotierung an, so muss es sich den Erfordernissen des Börsenrechtes und der Disziplin des Marktes, d.h. der täglichen Bewertung, stellen. Die entsprechende Transparenz sowie die Forderungen, welche Anleger an die Corporate Governance kotierter Unternehmen stellen, führen aber zu einem Kulturwechsel beim Unternehmen, da privat gehaltene Gesellschaften diesen Problemen nicht ausgesetzt sind. Eine Kotierung ist nur erfolgreich, wenn ein Unternehmen diesen Kulturwechsel positiv umsetzt.*

A. Die Funktion der Börse für Wirtschaft und Unternehmen

Die Börse hat aus wirtschaftlicher Sicht folgende Hauptfunktionen:

– **Handelsmöglichkeit für Beteiligungspapiere**
Stellt ein Anleger einem Unternehmen Eigenkapital zur Verfügung, so geht er eine langfristige bzw. potentiell "ewige" Bindung ein, da er keine Möglichkeit hat, die Rückzahlung des Eigenkapitals zu fordern[1]. Der Anlagehorizont der Anleger ist jedoch normalerweise wesentlich kürzer und reicht je nach Zielen und Orientierung des Anlegers von einigen Tagen bei spekulativ orientierten Anlegern bis zu mehreren Jahren bei Langfristanlegern. Der Handel von Aktien an der Börse ermöglicht es, die Differenz zwischen dem Anlagehorizont der Anleger und der potentiell ewigen Bindung des Eigenkapitals zu überbrücken; Investoren, die sich von ihrem Engagement lösen wollen, können ihre Aktien an der Börse anderen Anlegern verkaufen, ohne dass das Unternehmen die Eigenkapitalfinanzierung verliert[2].

– **Eigenkapitalaufnahme für Unternehmen**
Indem die Börse Investoren erlaubt, sich kurzfristig am Eigenkapital einer Gesellschaft zu beteiligen, erleichtert sie auch die Kapitalaufnahme von Unternehmen. Wenn ein Unternehmen seinen Aktionären durch die Kotierung die Möglichkeit zum Handel ihrer Beteiligungspapiere gibt, kann es durch Erstemission (IPO) bzw. bei kotierten Gesellschaften durch Kapitalerhöhungen Kapital bei einem grossen Kreis zum Teil völlig anonymer Investoren aufnehmen, die unterschiedliche Bedürfnisse und Anlagehorizonte haben. Unternehmen, die nicht kotiert sind, können zwar auch Eigenkapital durch die Ausgabe von Aktien oder anderen Beteiligungspapieren aufnehmen. Der Kreis der Anleger, die sie ansprechen können, ist aber wesentlich kleiner, da letztlich nur Anleger in Frage kommen, die einen sehr langen Anlagehorizont haben[3].

– **Bewertung und Allokation von Kapital**
Der Handel von Aktien an der Börse führt zu einer täglichen Bewertung der kotierten Unternehmen und bestimmt damit auch die Emissionskurse, die ein Unter-

---

1 Eine Kapitalherabsetzung mit Rückzahlung des Kapitals an die Aktionäre erfordert nicht nur einen Mehrheitsbeschluss der Generalversammlung, sondern setzt auch voraus, dass die in Art. 732 ff. OR festgelegten Vorschriften zum Schutz der Gläubiger (besonderen Bericht der Revisionsstelle und Schuldenruf) erfüllt werden.

2 Die gleiche Funktion hat die Börse natürlich auch bei Obligationen – der Anlagehorizont der einzelnen Anleger ist oft kürzer als die Laufzeiten.

3 Traditionell finanzieren sich schweizerische Unternehmen in der Anfangsphase meistens im engsten Freundes- und Familienkreis der Gründer, später zum Teil über private Investoren ("Business Angels"), die sich an KMU beteiligen und – sofern grössere Investitionen gemacht werden müssen – über Privat Equity Fonds. Alle diese Anleger haben einen relativ langen Anlagehorizont oder vereinbaren mit den Gründern bereits Möglichkeiten zur Realisierung allfälliger Gewinne, indem sie einen späteren gemeinsamen Verkauf oder einen IPO vorsehen.

nehmen bei einer Erstemission bzw. Kapitalerhöhung erreichen kann[4]. Damit bestimmt die Bewertung durch die Börse die Kapitalkosten, die ein kotiertes Unternehmen bzw. ein Unternehmen, das die Kotierung anstrebt, bei der Aufnahme von Eigenkapital hat. Durch die Bestimmung der Eigenkapitalkosten hat die Börse eine Allokationsfunktion – Unternehmen, die aufgrund ihrer Ertragsaussichten hoch bewertet werden, haben tiefe Kapitalkosten und erhalten dementsprechend Eigenkapital zu günstigen Bedingungen, während Unternehmen mit schlechteren Aussichten oder grossen Risiken hohe Kapitalkosten haben und daher Eigenkapital entweder gar nicht oder nur zu sehr hohen Kosten aufnehmen können[5].

Die oben beschriebene Allokationsfunktion der Börse setzt allerdings voraus, dass sich die Preise an der Börse aufgrund der für die Bewertung von Unternehmen relevanten Faktoren bilden und so tatsächlich den Wert des Unternehmens widerspiegeln. Die Theorie des effizienten Marktes geht davon aus, dass die Investoren bzw. ihre Berater alle öffentlich vorhandenen Informationen über kotierte Unternehmen laufend analysieren und diese bei ihren Kaufs- und Verkaufsentscheiden berücksichtigen. Auf diese Weise werden die für die Bewertung von Unternehmen relevanten Informationen laufend in der Preisbildung verarbeitet, da jede positive oder negative Information zu Käufen bzw. Verkäufen führt. Der an der Börse erzielte Preis reflektiert damit alle öffentlich zugänglichen Informationen über das betreffende Unternehmen und auch die für die Entwicklung des Unternehmens wesentlichen makroökonomischen Daten, wie insbesondere die Konjunktur- und Zinsentwicklung.

Aufgrund dieser Preisbildungsmechanismen sollte der Börsenkurs in der Theorie den Wert der kotierten Unternehmen reflektieren. In wieweit die Börsenbewertung in der Praxis den tatsächlichen Wert des Unternehmens abbildet, hängt allerdings von der Qualität der Informationen ab, welche die Anleger erhalten. Je mehr Informationen das Publikum über die für die Bewertung des Unternehmens wesentlichen Faktoren erhält und je schneller diese abgegeben wird, desto besser widerspiegelt der Börsenkurs den "wirklichen" Wert des Unternehmens und desto umfassender kann die Börse ihre Funktion, Kapital in effizienter Weise zu allozieren[6], erfüllen. Für eine Preisbindung im Sinne eines effizienten Marktes ist es dagegen nicht notwendig, dass tatsächlich alle Anleger die vorhandenen Informationen analysieren und bei ihren Kaufs- und Verkaufsentscheiden berücksichtigen. Empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass die Preise auch dann im Sinne eines effizienten Marktes die vorhandenen Informationen abbilden, wenn nur eine Minderheit der Marktteilnehmer (professionelle Investoren sowie professionell beratene Investoren) Informationen tatsächlich verarbeiten und bei ihren Kaufs- und Verkaufsentscheiden berücksichtigen. Dieser Effekt ergibt sich daraus, dass die uninformier-

---

4 Bei bereits kotierten Gesellschaften lässt sich dieser Preis direkt am Kurs ablesen, den die betreffende Gesellschaft erreicht. Bei nicht kotierten Gesellschaften lässt sich der Preis immerhin aufgrund der Vergleichswerte kotierter Gesellschaften abschätzen.

5 Analytisch lassen sich die Kapitalkosten an der Price/Earnings-Ratio und an der Price/Book-Ratio ablesen. Je tiefer diese Werte sind, desto höher sind die Kapitalkosten.

6 D.h. den Unternehmen, welche die besten Wachstumsaussichten haben, am günstigsten Kapital zur Verfügung zu stellen.

ten Anleger Aktien mehr oder weniger nach Zufallsprinzip kaufen und verkaufen, sodass sich ihre Kaufs- und Verkaufsentscheide mindestens bei einer grossen Anzahl von Transaktionen, d.h. bei liquiden Titeln, gegenseitig neutralisieren – der Preis wird dementsprechend allein durch die Entscheide informierter Anleger bestimmt, die aufgrund der für sie erkennbaren Daten Aktien kaufen oder verkaufen. Dieses rationale Preisbildungsmodell versagt allerdings, wenn die "unbedarften" Anleger aus irrationalen Gründen alle die gleichen Kaufs- bzw. Verkaufsentscheide fällen und damit die Kurse in Bereiche treiben, die weit weg vom Wert des Unternehmens liegen[7].

B. Ziele der börsenrechtlichen Regelung

Das Börsenrecht hat gemäss Art. 1 BEHG und den Materialien[8] zur Gesetzgebung zwei wesentliche Stossrichtungen:

- **Funktionsschutz**
  Primäres Ziel börsenrechtlicher Regelungen ist es, die volkswirtschaftliche Funktion der Börse sicherzustellen, d.h. die richtige Allokation von Kapital zu ermöglichen. In diesem Sinne soll sichergestellt werden, dass sich an der Börse der "richtige" Preis bilden kann, d.h. Kurse, die im Sinne der Theorie effizienter Märkte tatsächlich dem Wert der kotierten Unternehmen entsprechen. Primär wird dieses Ziel dadurch verfolgt, dass die Unternehmen dazu verpflichtet werden, das Publikum über alle für die Bewertung des Unternehmens relevanten Tatsachen zeitnah zu informieren. Zusätzlich enthält das Börsenrecht aber auch verschiedene Vorschriften, die einen fairen Handel sicherstellen sollen, bei dem die Preise tatsächlich die allgemein zugänglichen Informationen reflektieren und nicht manipuliert werden. Auf diese Weise soll für alle Marktteilnehmer ein "*level playing field*" gesichert werden.

- **Anlegerschutz**
  Das Börsenrecht bezweckt auch, die Anleger zu schützen. Dieser Schutz soll allerdings nicht durch das Verbot einzelner "gefährlicher" Transaktionen erreicht werden, sondern durch eine möglichst umfassende Offenlegung der für die Anleger relevanten Informationen und Risikofaktoren. Damit soll den Anlegern ermöglicht werden, die für sie richtigen Entscheide selbst zu fällen, ohne dass sie vom Gesetzgeber oder von Behörden bevormundet werden – das Börsenrecht basiert in diesem Sinne auf dem Bild des "mündigen Anlegers", der für seine eigenen Entscheide selbst verantwortlich ist und weiss, was er tut.

Funktions- und Anlegerschutz überschneiden sich letztlich: Wird im Sinne des Funktionsschutzes die effiziente Preisbildung sicher gestellt, so werden auch die Anleger ge-

---

7 Diese Aspekte der Preisbildung werden im Rahmen der Forschungsrichtung "*Behaviorial Finance*" untersucht.

8 Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. Februar 1993, BBl 1993 I 1369, S. 1394.

schützt, da dann selbst der "unbedarfte Investor", der die Informationen selber nicht versteht oder verarbeitet, Aktien und andere Finanzinstrumente zum richtigen Preis kauft. Aufgrund dieser für die Anleger positiven Wirkung des Funktionsschutzes konzentrieren sich das Börsenrecht und insbesondere auch die Regeln der SIX in erster Linie auf den Funktionsschutz und schützen so indirekt die Anleger. Diese Erlasse definieren daher primär Informationspflichten der kotierten Gesellschaften und gewisser Marktteilnehmer, die von der Börse bzw. der Aufsichtsbehörde durchgesetzt werden, und verzichten weitgehend auf die Definition individueller Rechte, die den einzelnen Anlegern eine Klage ermöglichen würden. Dies stellt eine starke konzeptionelle Differenz zum Minderheitsschutz des Aktienrechtes dar, wo das Obligationenrecht keine staatliche Aufsicht über die nicht kotierten Unternehmen vorsieht, sondern den einzelnen Aktionären Rechte gewährt[9], welche diese individuell durchsetzen können, um ihre Position zu schützen.

C. Kotierung – ein Kulturwechsel für ein Unternehmen

Für ein Unternehmen bedeutet die Kotierung zunächst einmal, dass es Zugang zu einem öffentlichen Markt für Eigenkapital hat, den es durch einen IPO oder durch Kapitalerhöhungen nach der Kotierung nutzen kann. Zugleich gibt es den eigenen Aktionären die Möglichkeit, Aktien zu verkaufen, was diesen auch erlaubt, die seit der Beteiligungsnahme entstandenen Mehrwerte zu realisieren.

Die Kotierung hat aber neben diesen kapitalbezogenen Auswirkungen auch tief greifende Konsequenzen für das betroffene Unternehmen und sein Management. Mit der Kotierung gelten nicht nur neue gesetzliche Rahmenbedingungen für seine Organe, die sie bei ihrer Tätigkeit beachten müssen. Die weitgehenden Offenlegungsvorschriften des Börsenrechtes führen auch dazu, dass viele unternehmensinterne Vorgänge, die bei privat gehaltenen Unternehmen der Öffentlichkeit verborgen bleiben, dem Publikum offengelegt werden müssen. Dies setzt die Organe und massgebenden Aktionäre eines kotierten Unternehmens wesentlich schneller öffentlicher Kritik aus, als dies bei einer privat gehaltenen Gesellschaft üblich ist. Die Börse bewertet ein Unternehmen und die Leistung seines Managements auch täglich – diese Einschätzung wird in den Kursen für alle Beteiligten sichtbar, sodass weder Aktionäre noch das Management selbst an den Schwächen des Unternehmens vorbeisehen können. Der Markt kann mit seiner täglichen Bewertung eine erhebliche disziplinierende Wirkung auf das Unternehmen und seine Manager haben: Tiefe Kurse zeigen Verwaltungsrat und Management an, dass Verbesserungen oder zum Teil auch radikale Änderungen notwendig sind.

Bei einem kotierten Unternehmen stellen die Aktionäre aber auch Ansprüche bezüglich Corporate Governance, die weit über das hinausgehen, was bei privat gehaltenen Gesellschaften aufgrund des Aktienrechts notwendig ist. Diese Ansprüche orientieren sich

[9] Anfechtungs- und Verantwortlichkeitsklagen, Sonderprüfung etc.

primär am Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance[10] und am allgemeinen Standard, den die Corporate Governance bei anderen kotierten Unternehmen erreicht hat. So erwarten die Aktionäre insbesondere, dass der Verwaltungsrat bewusst eine Überwachungs- und Kontrollfunktion einnimmt und zu diesem Zweck auch die vom Code of Best Practice vorgesehenen Ausschüsse bildet und entsprechend Verantwortung übernimmt[11]. Die Aktionäre erwarten heute aber auch, dass ihnen bei der Bestimmung des Entgelts von Management und Verwaltungsrat Mitwirkungsrechte eingeräumt werden[12]. Die Erwartungen der Aktionäre führen beim Verwaltungsrat kotierter Unternehmen zu einem erheblichen Mehraufwand im Vergleich zu privat gehaltenen Gesellschaften und letztlich auch zu einer erhöhten Verantwortung. Der Zeitaufwand für die Leitungsorgane kotierter Unternehmen erhöht sich aber auch dadurch, dass sie dem Informationsbedürfnis der Anleger durch entsprechende Öffentlichkeitsarbeit und Pflege der Investor Relations nachkommen müssen. Diese Aufgabe stellt sich vor allem dem CEO und dem Verwaltungsratspräsidenten. Es ist daher heute praktisch unmöglich, das Präsidium im Verwaltungsrat eines kotierten Unternehmens nach dem reinen Milizprinzip zu erfüllen – die zeitliche Belastung erfordert heute bei fast allen Gesellschaften eine Teilzeitverpflichtung des Verwaltungsratspräsidenten[13].

Eine Kotierung führt aufgrund der oben dargestellten Umstände und Sachzwänge beim betroffenen Unternehmen zu einem eigentlichen Kulturwechsel. Vor allem die Offenlegung wesentlicher Informationen über das Unternehmen und die Ausrichtung der Corporate Governance auf die Erwartungen der Investoren bedingt oft eine Umstellung von Strukturen und Gewohnheiten. Häufig ist dies auch mit einem erhöhten administrativen Aufwand verbunden, der von den Beteiligten nicht nur als lästig empfunden wird, sondern auch zu zusätzlichen Kosten führt. Ein Unternehmen, das die Kotierung anstrebt, muss bereit sein, diesen Kulturwechsel zu tragen bzw. positiv umzusetzen. Nur ein Unternehmen, das seine Kultur in dieser Weise den Erfordernissen und Herausforderungen einer Publikumsgesellschaft anpasst und bereit ist, sich auf diese neuen Rahmenbedingungen auszurichten, kann als kotiertes Unternehmen Erfolg haben. Bei einem erfolgreichen Kulturwechsel kann die disziplinierende Wirkung, die der Markt durch die tägliche Bewertung des Unternehmens auf die Leistungsorgane ausübt, aber auch zu einer erheblichen Verbesserung der Unternehmensleistung führen.

---

10 Im Folgenden als "Code of Best Practice" bezeichnet.

11 Prüfungsausschuss, Remuneration Committee, Nomination Committee, vgl. Ziff. 14 ff. Code of Best Practice.

12 Vgl. Anhang 1 zum Code of Best Practice, insbesondere Ziff. 8 f.

13 Je nach Grösse und Komplexität des Unternehmens eine 20-100% Stelle.

II. DIE CORPORATE GOVERNANCE VON PUBLIKUMSGESELLSCHAFTEN

A. Ziele und Regelung der Corporate Governance bei kotierten Unternehmen

- *Das Aktienrecht enthält zwar einige Grundregeln über das Zusammenwirken von Generalversammlung, Verwaltungsrat und Revisionsstelle bei Aktiengesellschaften, sieht aber keine Bestimmungen vor, welche sich spezifisch auf die Corporate Governance kotierter Unternehmen beziehen. Die Vergütungsverordnung bzw. Art. 95 Abs. 3 BV, die auf die Minder-Initiative zurückgehen, enthalten dagegen diverse Bestimmungen, welche die Corporate Governance kotierter Unternehmen regeln. Diese Vorschriften beziehen sich aber primär auf Fragen der Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung.*
- *Die SIX hat keine Bestimmungen über die Ausgestaltung der Corporate Governance erlassen. Sie unterstützt aber zusammen mit praktisch allen Wirtschaftsverbänden den Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance. Die Vorstellungen der Anleger über die richtige Ausgestaltung der Corporate Governance orientieren sich daher auch an diesem Code of Best Practice. Kotierte Unternehmen sollten daher im Rahmen ihrer Organisationsstruktur dieses Regelwerk beachten.*
- *Die Führungs- und Organisationsstruktur einer Publikumsgesellschaft muss sicherstellen, dass die Interessen der Aktionäre als Eigentümer des Unternehmens adäquat vertreten und die nachhaltige Wertsteigerung des Unternehmens gefördert werden.*

1. Begriff und Ziel der Corporate Governance

"Corporate Governance" ist die Führungsstruktur eines Unternehmens auf höchster Ebene. Unter diesen Begriff fallen daher vor allem die Regeln über das Zusammenwirken der obersten Organe (Generalversammlung, Verwaltungsrat, Geschäftsleitung, Revisionsstelle) und ihre Kompetenzen, d.h. die "Checks and Balances" zwischen den Organen.

Ziel einer positiven Corporate Governance ist es, dass alle Organe, d.h. vor allem Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, auf die Interessen des Unternehmens und seiner Aktionäre ausgerichtet sind und dass die Organe bzw. ihre Mitglieder im Rahmen der Gesellschaft nicht zu Lasten der Aktionäre eigene Ziele verfolgen. Die Corporate Governance soll letztlich sicherstellen, dass das Unternehmen und seine Organe konsequent eine Steigerung des Shareholder Value zu Gunsten aller Aktionäre verfolgen.

2. Die Regeln der Corporate Governance

Die auf schweizerische Gesellschaften anwendbaren Regeln der Corporate Governance ergeben sich einerseits aus dem Aktienrecht und der Vergütungsverordnung, anderseits aber auch aus dem Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance.

2.1 Aktienrecht

Die Grundzüge der Corporate Governance schweizerischer Aktiengesellschaften finden sich in den Bestimmungen des Obligationenrechts zur Aktiengesellschaft[14], wo die Grundstruktur der Aktiengesellschaft, die Kompetenzen der einzelnen Organe sowie die Pflichten der Organmitglieder normiert werden. Die aktienrechtlichen Bestimmungen sind allerdings sehr allgemein formuliert, da diese Bestimmungen nicht nur für Publikumsgesellschaften bestimmt sind, sondern vor allem auch für die sehr viel grössere Zahl kleiner Gesellschaften[15]. Dem breiten Anwendungsbereich der Aktiengesellschaft entsprechend lässt das Aktienrecht den an einer Aktiengesellschaft beteiligten Personen einen grossen Spielraum in der Ausgestaltung der individuellen Führungsstruktur; insbesondere lässt es das Obligationenrecht offen, ob der Verwaltungsrat selbst die Position der Geschäftsleitung einnimmt und die Geschäfte selber führt oder ob er sich auf die Position eines Aufsichtsorgans zurückzieht und die Geschäftsleitungsfunktion an ein Geschäftsleitungsorgan delegiert. Damit steckt das Aktienrecht zwar den Rahmen der zulässigen Gestaltung der Führungsorganisation ab, gibt aber keine Anhaltspunkte zur optimalen Ausgestaltung der Corporate Governance von Publikumsgesellschaften[16].

2.2 Art. 95 Abs. 3 BV / Vergütungsverordnung

Art. 95 Abs. 3 BV, der mit der Annahme der Minder-Initiative eingeführt wurde, und die darauf basierende Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (Verfügungsverordnung / VegüV) enthalten Bestimmungen, die sich spezifisch auf die Corporate Governance von kotierten Unternehmen beziehen. Ein zentrales Anliegen dieser Bestimmungen ist die Verstärkung der Aktionärsrechte im Zusammenhang mit der Festlegung der Vergütung der Mitglieder von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung. Die entsprechenden Bestimmungen, deren Auswirkungen hinten noch im Einzelnen dargestellt werden, greifen insbesondere in folgenden Punkten in die Corporate Governance ein:

- **Verstärkung der Rechte der Generalversammlung**
  Die Vergütungsverordnung verstärkt die Rechte der Generalversammlung dadurch, dass sie ihr neue Wahl- und Entscheidungskompetenzen überträgt. So wählt die Generalversammlung neu den Präsidenten des Verwaltungsrats sowie die Mitglieder des Vergütungsausschusses direkt und bestimmt auch den unabhängigen Stimmrechtsvertreter. Sie entscheidet zudem über die Vergütung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung und erlässt Statutenbestimmungen, welche die Grundzüge leistungsabhängiger Entschädigungen sowie die Einräumung von Beteiligungsrechten und Optionen an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung regeln.

---

14 Art. 620 ff. OR.

15 Heute existieren in der Schweiz ca. 170’000 Aktiengesellschaften, von denen nur rund 350 kotiert sind. Damit ist die Publikumsgesellschaft nicht der typische Regelungsgegenstand des Aktienrechts, sondern eher die Ausnahme.

16 Vereinzelt gibt es allerdings Vorschriften im Aktienrecht, die sich nur auf kotierte Gesellschaften beziehen. So gelten z.B. Art. 685 d ff. OR über die Vinkulierung oder Art. 663bis OR über die Transparenz bei Vergütungen an Geschäftsleitung und Verwaltungsrat nur für kotierte Gesellschaften. Auch die "grosse" Aktienrechtsreform, die sich zurzeit in Bearbeitung befindet, konzentriert sich auf Vorschriften über die Corporate Governance kotierter Gesellschaften.

Die Generalversammlung gewinnt auch dadurch an Bedeutung, dass Pensionskassen, die in der Praxis eine sehr wichtige Aktionärsgruppe sind, gezwungen werden, ihre Stimmrechte bewusst wahrzunehmen, was die Bedeutung der institutionellen Stimmrechtsberater[17], die für die Entscheidungen von Pensionskassen wesentlich sind, steigern wird. Überdies muss den Aktionären auch die Möglichkeit eingeräumt werden, über den unabhängigen Stimmrechtsvertreter elektronisch abzustimmen, was wahrscheinlich zu einer höheren Beteiligung an Generalversammlungen führen wird. Da gleichzeitig das Depotstimmrecht von Banken und Vermögensverwaltern sowie die Vollmachterteilung an die Gesellschaft selbst (Organvertretung) verboten wird, steigt das Risiko des Verwaltungsrates, dass oppositionelle Aktionäre Abstimmungen gewinnen können.

Diese gesamten Bestimmungen erhöhen den Stellenwert der Aktionäre in der Gesellschaft. Sie führen vor allem aber dazu, dass der Verwaltungsrat sein Verhalten und seine Anträge wegen der erhöhten Gefahr einer Ablehnung stärker auf die Bedürfnisse der Aktionäre ausrichten muss und deshalb ein konstanter Dialog mit den Aktionären notwendig wird.

– **Stärkere Verantwortung des Verwaltungsrats betreffend Vergütungen**
Der Verwaltungsrat muss sich im Rahmen seines Vergütungsausschusses detailliert mit den Vergütungen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung auseinandersetzen und einen Vergütungsbericht erstellen, in dem die gesamten Bezüge von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat dargestellt werden.

  Der Verwaltungsrat trägt auch die Verantwortung dafür, dass die materiellen Bestimmungen der Vergütungsverordnung eingehalten werden und insbesondere keine unzulässigen Zahlungen gemacht werden. Der Verwaltungsrat haftet dabei nicht nur zivilrechtlich für die Rückerstattung unzulässiger Vergütungen. Die Ausrichtung verbotener Leistungen kann auch zur strafrechtlichen Verfolgung führen.

– **Materielle Bestimmungen über die Vergütungen**
Art. 95 Abs. 3 BV und die Vergütungsverordnung beschränken die Höhe der Beträge, welche Verwaltungsrat und Geschäftsleitung als Vergütung bezahlt werden können, nicht. Sie verbieten aber bestimmte Arten von Zahlungen wie insbesondere Abgangsentschädigung, die Vorauszahlung von Vergütungen oder auch Provisionen für Kauf und Verkauf von Unternehmen. Überdies dürfen leistungsabhängige Vergütungen, Beteiligungspläne und Optionen nur im Rahmen der entsprechenden statutarischen Bestimmungen ausgerichtet werden. Die Ausrichtung derartiger Vergütungen ohne statutarische Basis oder in einer Art, die über die betreffende Statutenbestimmung hinausgeht, ist daher unzulässig, was für den Verwaltungsrat die oben dargestellten Konsequenzen hat.

[17] Z.B. Ethos, zCapital, ISS.

Viele weitere wichtige Bereiche der Corporate Governance wie insbesondere die Pflicht zur Einsetzung des Prüfungsausschusses[18] und die Verantwortlichkeit dieses Ausschusses, sowie die Rechte der Aktionäre bezüglich Einberufung von Generalversammlungen, das Traktandierungsrecht oder auch die Frage- und Auskunftsrechte der Aktionäre wurden dagegen von der Art. 95 Abs. 3 BV bzw. der Vergütungsverordnung nicht aufgegriffen – diese Punkte sollen in der "grossen Aktienrechtsrevision" geregelt werden, die vom Bundesrat bereits vor einigen Jahren begonnen wurde, aber zurzeit keinerlei politische Priorität hat.

2.3 Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance

Um die Corporate Governance von Publikumsgesellschaften in einer den Interessen der Beteiligten angemessenen Weise zu strukturieren, hat die *economiesuisse* den Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance entwickelt. Der Code of Best Practice füllt damit den weiten Rahmen, den das Aktienrecht bei der Gestaltung von Aktiengesellschaften offen lässt, für Publikumsgesellschaften in einer Weise aus, die dem internationalen Standard und den Erwartungen der Investoren entspricht.

Beim Code of Best Practice handelt es sich um eine Publikation einer privaten Organisation, die keine gesetzliche Geltung für Schweizer Gesellschaften hat. Aufgrund der breiten Abstützung des Code of Best Practice durch zahlreiche Wirtschaftsverbände[19] und die SIX hat er heute aber eine Ausstrahlung, die weit über die einer privaten Meinungsäusserung hinausgeht:

- Der Code of Best Practice prägt die Erwartungen der Publikumsaktionäre und vor allem grösserer institutioneller Aktionäre an die Corporate Governance von Publikumsgesellschaften; Unternehmen, die ohne triftige Gründe nicht den Empfehlungen des Code of Best Practice folgen, müssen damit rechnen, dass sie in die Kritik der Aktionäre und der Medien geraten und dass sich allenfalls auch Aktionäre von der Gesellschaft abwenden. Inwieweit die Reaktionen von Investoren negativ sind, hängt allerdings immer auch vom Erfolg des Unternehmens ab; einem erfolgreichen Unternehmen werden Abweichungen eher verziehen als einem erfolglosen, bei dem die Medien den Misserfolg schnell auf Probleme der Corporate Governance bzw. das Versagen einzelner Funktionsträger zurückführen[20].

---

18 Audit-Commitee.

19 Der Code of Best Practice wird vom ASIP (Schweizerischer Pensionskassenverband), von Ethos, zCapital, von der Schweizerischen Bankiervereinigung, der Schweizerischen Gesellschaft für Chemische Industrie, vom Schweizerischen Arbeitgeberverband, Schweizerischen Gewerbeverband, Schweizerischen Versicherungsverband, von der Swissmem, der Treuhandkammer, der Vereinigung der Privaten Aktiengesellschaften und vom Verband der Industrie- und Dienstleistungskonzerne unterstützt.

20 Auch neu kotierte Unternehmen werden im Hinblick auf die Corporate Governance viel schärfer beurteilt als bestandene Unternehmen, deren Führungsorganisation einen positiven Track Record hat. Deshalb sollten Unternehmen, die vor einem IPO stehen, besonderes Augenmerk auf die Erfüllung der Forderungen des Code of Best Practice legen.

– Der Code of Best Practice wird die Gerichte bei der Auslegung unbestimmter aktienrechtlicher Rechtsbegriffe massgebend beeinflussen, wie insbesondere den Begriff der Sorgfalts- und Treuepflicht von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, da die Gerichte den Code of Best Practice als Ausdruck des in der Schweiz bei grossen Gesellschaften üblichen Standards betrachten.

Der Code of Best Practice enthält auch einzelne Bestimmungen über die Entschädigung von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat sowie den Einbezug der Generalversammlung in die Entscheidungsfindung. Diese Bestimmungen des Codes of Best Practice sind zum Teil durch die Annahme der Minder-Initiative und die Vergütungsverordnung überholt worden. Die materiellen Grundsätze, welche der Code of Best Practice für die Festlegung von Entschädigungen enthält, dienen aber auch nach dem Inkrafttreten der Vergütungsverordnung weiterhin als Richtlinien für die Entscheidungen des Verwaltungsrats.

2.4 SIX Swiss Exchange

Die SIX selbst hat keine Vorschriften über die Corporate Governance von kotierten Gesellschaften erlassen. Durch die Abstützung des Code of Best Practice hat die SIX allerdings zum Ausdruck gebracht, dass sie von den kotierten Unternehmen erwartet, dass sie den Regeln des Code of Best Practice folgen.

Die SIX hat aber die Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance[21] erlassen, in der sie eine detaillierte Offenlegung der Corporate Governance-Strukturen im Jahresbericht verlangt (vgl. Ziff. II.D hinten). Damit können Anleger feststellen, inwieweit ein Unternehmen den Empfehlungen des Code of Best Practice folgt, und bei Defiziten ihre Konsequenzen ziehen, indem sie entweder auf das Unternehmen Einfluss nehmen oder aber ihre Aktien verkaufen.

[21] Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance vom 29. Oktober 2008.

B. Die Rolle der einzelnen Organe im Rahmen der Corporate Governance

Der Code of Best Practice definiert die Rolle der einzelnen Organe im Sinne des Zusammenwirkens und der gegenseitigen Überwachung[22] um sicherzustellen, dass die Interessen des Unternehmens und der Aktionäre gewahrt werden.

1. Generalversammlung

- *Die Generalversammlung ist das oberste Organ der Gesellschaft, da es über die Wahl der anderen Organe, die Gestaltung der Statuten und vor allem auch die Ausgestaltung des Aktienkapitals (Art der Aktien, Erhöhung und Reduktion des Kapitals) sowie Ausschüttungen an die Aktionäre entscheidet. Der Verwaltungsrat muss durch geeignete Information der Aktionäre und die Organisation der Generalversammlung sicherstellen, dass dies ihre Funktion als höchstes Organ tatsächlich wahrnehmen kann.*
- *Der Stellenwert der Generalversammlung wird durch die Vorschriften der Minder Initiative bzw. der Vergütungsverordnung verstärkt:*
  - *Das Verbot von Depot- und Organvertretung führt dazu, dass Stimmen, auf die sich der Verwaltungsrat bisher verlassen konnte, dahinfallen. Der Umstand, dass der unabhängige Stimmrechtsvertreter neu von der Generalversammlung gewählt wird und auch elektronisch instruiert werden kann, führt zusammen mit der Pflicht schweizerischer Pensionskassen ihre Stimmen im Interesse ihrer Versicherten wahrzunehmen, zu einer höheren Präsenz an der Generalversammlung. Tendenziell dürfte dies aber auch dazu führen, dass in der Zukunft in der Generalversammlung mehr kritische Stimmen vertreten sind und Anträge des Verwaltungsrates häufiger abgelehnt werden. Dabei werden in der Zukunft auch die Stimmrechtsberater der Pensionskassen eine stärkere Rolle spielen.*
  - *Die Generalversammlung wird in Zukunft den Präsidenten des Verwaltungsrates sowie die Mitglieder des Vergütungsausschusses direkt wählen. Dies stärkt einerseits die Position der betreffenden Personen, betont aber auch die moralische Verpflichtung, welche die gewählten Personen gegenüber den Aktionären haben. Die jährliche Wiederwahl des Verwaltungsrates, seines Präsidenten und des Vergütungsausschusses wird letztlich aber auch zu einer jährlichen Leistungsbeurteilung durch die Aktionäre – der Prozentsatz, mit dem die Verwaltungsratsmitglieder wieder gewählt werden, gibt ihnen wichtige Signale für ihr zukünftiges Verhalten.*
  - *Die Generalversammlung beschliesst über Statutenbestimmungen, welche die Grundsätze erfolgsabhängiger Entschädigungen sowie der Zuteilung von Beteiligungs- und Optionsrechten an Geschäftsleitung und Verwaltungsrat enthalten. Damit bestimmen die Aktionäre, ob derartige Vergütungen überhaupt ausgerichtet werden können und welche Prinzipien dabei eingehalten werden müssen.*
  - *Vergütungen an Geschäftsleitung und Verwaltungsrat können nur noch ausbezahlt werden, soweit diese konkret von der Generalversammlung genehmigt werden. Die Generalversammlung muss vorgängig auch durch den Vergütungsbericht darüber orientiert werden, welche Vergütungen im vorangehenden Jahr an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung tatsächlich ausbezahlt worden sind.*
- *Die erhöhte Bedeutung der Generalversammlung wird dazu führen, dass Verwaltungsrat und Geschäftsleitung noch stärker als bisher einen konstruktiven Dialog mit den Aktionären pflegen müssen und dass der Verwaltungsrat seine Anträge gerade bezüglich der Vergütungen von Geschäftsleitung und Verwaltung plausibel begründen muss.*

[22] "Checks und Balances".

1.1 Stellung der Generalversammlung in der Gesellschaft

Gemäss Art. 698 OR ist die Generalversammlung das "oberste Organ" der Gesellschaft, da ihr einerseits fundamentale Entscheide über die Struktur des Unternehmens zustehen[23] und sie andererseits auch die übrigen Organe wählt[24]. Minder-Initiative und Vergütungsverordnung verstärken die Position der Generalversammlung bzw. der in ihr vertretenen Aktionäre durch die oben in der Übersicht dargestellten Vorschriften, die der Generalversammlung wesentliche Rechte in Bezug auf die Festsetzung der Entschädigung von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat gewähren.

1.2 Information als Grundlage für Entscheide der Generalversammlung

Der Code of Best Practice hält in Ziff. 1 ff. fest, dass der Verwaltungsrat die Rahmenbedingungen dafür schaffen muss, dass die Generalversammlung tatsächlich ihrer zentralen Funktion im Rahmen der Willensbildung der Gesellschaft nachkommen kann. In diesem Sinne muss der Verwaltungsrat insbesondere den Aktionären die Informationen zukommen lassen, die es der Generalversammlung ermöglichen, ihre Beschlüsse in Kenntnis der notwendigen Entscheidungsgrundlagen zu fällen[25]. Um die Teilnahme und Ausübung von Rechten an der Generalversammlung zu erleichtern, muss der Verwaltungsrat auch die Generalversammlungstermine frühzeitig festsetzen und den entsprechenden Termin öffentlich mitteilen[26].

Eine kotierte Gesellschaft muss dementsprechend ihre Informationstätigkeit den Bedürfnissen von Publikumsaktionären anpassen und auch die Organisation der Generalversammlung auf die Bedürfnisse eines breiteren Publikums ausrichten. Der Minimalstandard der Informationstätigkeit wird durch die hinten in Ziff. E dargestellten Publikationspflichten der SIX umfassend geregelt[27], sodass eine für die Willensbildung genügende Information durch diese Regeln im Allgemeinen sichergestellt ist.

In der Praxis haben sich viele Gesellschaften den Informationsbedürfnissen der Anleger angepasst und gehen bei ihrer Informationstätigkeit über die Mindestvorschriften der SIX-Regeln hinaus. Diese Unternehmen veröffentlichen nicht nur sehr detaillierte Geschäftsberichte, sondern veranstalten auch Road-Shows vor der Generalversammlung und verfassen spezielle Informationsbroschüren, wenn an einer Generalversammlung komplexe Themen wie z.B. Kapitalerhöhungen zur Finanzierung von Übernahmen behandelt werden. Eine derartige Informationstätigkeit verbessert nicht nur die Qualität der Preisbildung an der Börse, sondern schafft mittel- und langfristig auch eine Vertrauensbasis zwischen Verwaltungsrat und Aktionären.

---

23 Festlegung der Statuten einschliesslich des Unternehmenszwecks, Entscheide über die Kapitalstruktur, Abnahme der Jahresrechnung etc.

24 Verwaltungsrat und Revisionsstelle.

25 Ziff. 3 des Code of Best Practice.

26 Ziff. 4 des Code of Best Practice.

27 Jahres- und Halbjahresberichte, Ad hoc-Publizität etc.

1.3 Zusätzliche Vorschriften von Art. 95 Abs. 3 BV und Vergütungsverordnung

Die Vergütungsverordnung sieht verschiedene Regeln vor, die es den Aktionären erleichtern sollen, ihre Stimmen im Rahmen der Generalversammlung geltend zu machen bzw. die Position der Aktionäre gegenüber dem Verwaltungsrat zu stärken:

1.3.1 Verbot von Depot- und Organvertretung

Art. 11 Vergütungsverordnung verbietet bei kotierten Gesellschaften die Organ- und Depotstimmrechtsvertretung im Sinne von Art. 689c bzw. 689d OR.

- Bisher konnten Banken sowie Effektenhändler, die Aktien kotierter Gesellschaften für ihre Kunden hielten, oder Vermögensverwalter, welche Portefeuilles verwalteten, die derartige Aktien enthielten, die mit diesen Aktien verbundenen Stimmen in der Generalversammlung zur Abstimmung bringen, wenn ihre Kunden ihnen im Rahmen des Depot- bzw. Verwaltungsvertrages eine entsprechende Vollmacht einräumten. Diese Depotvertreter mussten die betreffenden Stimmrechte gemäss Art. 689d Abs. 2 OR jeweils im Sinne der Anträge des Verwaltungsrats ausüben, soweit ihnen ihre Kunden nicht eine andere Weisung gaben.

- Gemäss Art. 689c OR konnte eine Gesellschaft selbst Vollmachten der Aktionäre einholen, wobei die betreffenden Stimmen dann von einem Organ der Gesellschaft ausgeübt wurden. Das entsprechende Vollmachtsformular wurde den Aktionären in der Praxis meist schon mit der Einladung zur Generalversammlung zugestellt. Der Organvertreter übte alle Stimmen, für die er bevollmächtigt wurde, im Sinne der Anträge des Verwaltungsrats aus und wurde so zum Instrument des Verwaltungsrats, um Stimmen der Aktionäre zu sammeln.

Das Verbot von Depot- und Organvertretern führt dazu, dass der Verwaltungsrat eine erhebliche Anzahl von "sicheren" Stimmen verliert, mit denen er bisher jeweils in jeder Generalversammlung rechnen konnte. Gleichzeitig verstärkt dieses Verbot auch die Stellung des unabhängigen Stimmrechtsvertreters, da dieser ab 1. Januar 2014 der einzige institutionelle Stimmrechtsvertreter ist, welcher die Gesellschaft selbst den Aktionären zur Verfügung stellen und in der Einladung zur Generalversammlung vorschlagen kann.

Das Verbot von Depot- und Organvertretung tritt ohne Übergangsfrist direkt mit dem Inkrafttreten der Vergütungsverordnung in Kraft und gilt dementsprechend bereits für die im Jahr 2014 durchgeführten Generalversammlungen.

1.3.2 Stärkere Position des unabhängigen Stimmrechtsvertreters und Wahl des Stimmrechtsvertreters durch die Generalversammlung

Gemäss Art. 8 Vergütungsverordnung muss nun jede kotierte Gesellschaft den Aktionä-

ren die Stimmabgabe über einen unabhängigen Stimmrechtsvertreter ermöglichen[28]. Die Aktionäre können diesem unabhängigen Stimmrechtsvertreter Weisungen zur Abstimmung geben, die dieser befolgen muss. Die Gesellschaft muss dabei sicherstellen, dass die Aktionäre dem unabhängigen Stimmrechtsvertreter auch elektronisch Vollmachten und Weisungen erteilen können[29]. Diese Möglichkeit der elektronischen Instruktion wird die Position des unabhängigen Stimmrechtsvertreters verstärken, da es für die Aktionäre leichter ist, auf diese Art Weisungen zu erteilen, womit die Bevollmächtigung des unabhängigen Stimmrechtsvertreters für die Aktionäre attraktiver wird.

– **Wahl durch die Generalversammlung**
  Gemäss Art. 8 Abs. 1 Vergütungsverordnung muss der unabhängige Stimmrechtsvertreter, der bisher vom Verwaltungsrat bestellt wurde, neu von der Generalversammlung gewählt werden. Wählbar sind dabei juristische und natürliche Personen[30]. Die Amtsperiode des unabhängigen Stimmrechtsvertreters beläuft sich auf ein Jahr, wobei gemäss Art. 8 Abs. 3 Vergütungsverordnung allerdings nicht das Kalenderdatum massgebend ist, sondern der Termin der nächsten ordentlichen Generalversammlung. Während der Amtszeit hat die Generalversammlung gemäss Art. 8 Abs. 5 Vergütungsverordnung auch die Möglichkeit, den von ihr gewählten unabhängigen Stimmrechtsvertreter abzuberufen und einen neuen zu wählen[31]. Eine derartige Abberufung ist aber immer nur auf das Ende einer Generalversammlung möglich, sodass der betreffende Stimmrechtsvertreter während der betreffenden Generalversammlung die ihm erteilten Vollmachten noch ausüben kann.

– **Unabhängigkeitserfordernis**
  Bezüglich des Erfordernisses der Unabhängigkeit verweist Art. 8 Abs. 3 Vergütungsverordnung auf Art. 728 OR, der die Unabhängigkeit der Revisionsstelle bei der ordentlichen Revision definiert. Der unabhängige Stimmrechtsvertreter muss daher von allen Einflüssen frei sein, welche die Ausübung der ihm erteilten Vollmachten im Sinne der Weisungen der Aktionäre in Frage stellen könnten. Seine Unabhängigkeit darf daher weder tatsächlich noch dem Anschein nach beeinträchtigt sein, wobei gemäss Art. 728 Abs. 2 OR insbesondere folgende Umstände nicht mit der Unabhängigkeit zu vereinbaren sind:

---

28 Bisher musste gemäss Art. 689c OR eine Gesellschaft nur dann einen unabhängigen Stimmrechtsvertreter zur Verfügung stellen, wenn sie den Aktionären die Vollmachterteilung an einen Organvertreter vorschlug. In der Praxis haben aber praktisch alle kotierten Gesellschaften einen unabhängigen Stimmrechtsvertreter vorgesehen.

29 Art. 9 Abs. 3 Vergütungsverordnung.

30 Art. 8 Abs. 2 Vergütungsverordnung.

31 Dieses Abberufungsrecht ist Art. 705 OR nachgebildet; gemäss dieser Bestimmung kann die Generalversammlung auch Verwaltungsrat und Revisionsstelle jederzeit abberufen.

- Mitgliedschaft im Verwaltungsrat, die Übernahme einer anderen Funktion mit Entscheidungskompetenz in der betreffenden Gesellschaften oder ein Arbeitsverhältnis mit der Gesellschaft[32];

- eine direkte oder bedeutende indirekte Beteiligung am Aktienkapital oder eine wesentliche Forderung oder Schuld gegenüber der Gesellschaft; der unabhängige Stimmrechtsvertreter darf daher keine Aktien an der betreffenden Gesellschaft halten; der Besitz von Fonds, welche in unbedeutendem Masse in die betreffende Gesellschaft investiert haben, ist dagegen unproblematisch;

- eine enge Beziehung zu einem Mitglied des Verwaltungsrats, einer anderen Person mit Entscheidfunktion in der Gesellschaft oder einem bedeutenden Aktionär;

- die Übernahme eines anderen Auftrages, der zur wirtschaftlichen Abhängigkeit führt; ein unabhängiger Stimmrechtsvertreter darf daher grundsätzlich auch andere Mandate bei der betreffenden Gesellschaft ausüben, diese dürfen aber nicht eine Bedeutung erreichen, welche die Unabhängigkeit gefährdet; massgebend dürften dabei die Grenzen sein, die heute in der Praxis von Revisionsgesellschaften gelten, d.h. das Honorarvolumen aus derartigen Aufträgen darf 10% des gesamten Honorarvolumens des unabhängigen Stimmrechtsvertreters nicht überschreiten. Derartige Mandate dürfen sich aber in Analogie zu Art. 728 Abs. 2 Ziff. 4 OR auch nicht auf Arbeiten beziehen, die einen Bezug zu den Abstimmungen in der Generalversammlung haben. Dies bedeutet, dass der unabhängige Stimmrechtsvertreter nicht mit der Vorbereitung der Generalversammlung oder ähnlichen Arbeiten beauftragt werden darf und auch keine Aufträge annehmen kann, die sich auf Projekte beziehen, über die direkt oder indirekt in der Generalversammlung abgestimmt wird.

- die Annahme von wertvollen Geschenken oder besonderen Vorteilen sowie der Abschluss von Verträgen mit nicht marktkonformen Bedingungen, die zu einer entsprechenden Beeinflussung des Stimmrechtsvertreters führen.

– **Vollmachtserteilung und Weisungen der Aktionäre an den Stimmrechtsvertreter; elektronische Kommunikation**
Der Verwaltungsrat muss sicherstellen, dass die Aktionäre die Möglichkeit haben, den unabhängigen Stimmrechtsvertreter zu bevollmächtigen und ihm zu jedem in der Einladung zur Generalversammlung gestellten Antrag Weisung zu erteilen. Dementsprechend muss das Vollmachtsformular für den unabhängigen Stimm-

[32] Im Rahmen des Unabhängigkeitserfordernisses ist die Gesellschaft konsolidiert zu betrachten, d.h. sie umfasst auch alle direkt oder indirekt beherrschten Tochtergesellschaften.

rechtsvertreter der Einladung zur Generalversammlung beigelegt werden[33], wobei dieses Formular dem Aktionär die Möglichkeit geben muss, dem Stimmrechtsvertreter zu jedem Antrag eine Weisung zu erteilen. Der Verwaltungsrat muss gemäss Art. 9 Abs. 1 Ziff. 2 Vergütungsverordnung das Formular so gestalten, dass die Aktionäre dem unabhängigen Stimmrechtsvertreter auch zu nicht angekündigten Anträgen allgemeine Weisungen erteilen können – dabei ist es zweckmässig vorzusehen, dass der Aktionär die Weisung erteilen kann, entweder jeweils im Sinne der Anträge des Verwaltungsrats zu stimmen, sich der Stimme zu enthalten oder aber gegen die Anträge des Verwaltungsrats zu stimmen.

Der Verwaltungsrat muss nicht nur mit der Einladung zur Generalversammlung ein Formular versenden, welches dem Aktionär ermöglicht, Weisungen zu erteilen, sondern muss gemäss Art. 9 Abs. 3 Vergütungsverordnung den Aktionären auch ermöglichen, dem unabhängigen Stimmrechtsvertreter elektronisch Vollmachten und Weisungen zu erteilen. Dieses Erfordernis kann dadurch erfüllt werden, dass die Gesellschaft den Aktionären ermöglicht, online Weisungen zu erteilen, oder eine Emailadresse angibt, an die Vollmachten und Weisungen zugestellt werden können. In beiden Fällen kann die Gesellschaft aber verlangen, dass sich der Aktionär durch einen Code, der ihm mit der Einladung zur Generalversammlung zugestellt wird, identifiziert, um Manipulationen zu vermeiden.

– **Pflichten des unabhängigen Stimmrechtsvertreters**
Der unabhängige Stimmrechtsvertreter muss die ihm von den Aktionären übertragenen Stimmrechte im Sinne der Weisungen der Aktionäre ausüben. Soweit er keine Weisungen erhalten hat, muss er sich der Stimme enthalten und darf nicht nach eigenem Ermessen abstimmen[34]. Dementsprechend muss sich der unabhängige Stimmrechtsvertreter auch immer dann der Stimme enthalten, wenn zu Traktanden Anträge gestellt werden, die in der Einladung zur Generalversammlung nicht erwähnt worden sind und er vom betreffenden Aktionär für diese Fälle keine allgemeinen Weisungen im Sinne von Art. 9 Abs. 1 Ziff. 2 Vergütungsverordnung erhalten hat.

Die Pflicht des unabhängigen Stimmrechtsvertreters, die ihm übertragenen Vollmachten weisungsgemäss auszuüben, beinhaltet m.E. auch, dass dieser durch Vertretungsregelungen sicherstellt, dass auch im Falle seiner Verhinderung die Vollmachten ausgeübt werden. Eine natürliche Person, die als unabhängiger Stimmrechtsvertreter gewählt wurde, muss deshalb für den Verhinderungsfall eine ande-

[33] In der Praxis muss das Formular zu jedem Antrag folgende Felder enthalten: Ja / Nein / Enthaltung bzw. Zustimmung zum Antrag des Verwaltungsrates / Ablehnung des Antrags des Verwaltungsrates / Enthaltung; die meisten Gesellschaften verwenden bereits heute derartige Formulare, die dem Aktionär die Erteilung von detaillierten Weisungen erlauben. Das Fehlen eines Ermessensspielraums bei der Ausübung der Vollmacht führt im Übrigen dazu, dass der unabhängige Stimmrechtsvertreter bezüglich der Aktien, bei denen ihm eine Vollmacht erteilt wurde, keine Meldung im Sinne von Art. 20 BEHG machen muss.

re Person, die ebenfalls die Unabhängigkeitsvoraussetzungen erfüllt, substituieren[35]. Eine juristische Person, die als unabhängiger Stimmrechtsvertreter gewählt wird, muss dagegen im Rahmen einer internen Stellvertretungsregelung sicherstellen, dass bei einer Verhinderung der für diese Aufgabe verantwortlichen Person eine andere Person diese Aufgabe wahrnimmt.

– **Übergangsbestimmungen**
In Bezug auf den unabhängigen Stimmrechtsvertreter sehen die Übergangsbestimmungen der Vergütungsverordnung in Art. 30 Folgendes vor:

- Für die erste Generalversammlung, die nach dem 1. Januar 2014 stattfindet, bestimmt der Verwaltungsrat noch den unabhängigen Stimmrechtsvertreter: An dieser Generalversammlung – bei den meisten Gesellschaften wird dies die ordentliche Generalversammlung 2014 sein – muss zwingend ein unabhängiger Stimmrechtsvertreter gewählt werden, dessen Amtsperiode dann wie oben dargestellt bis zur nächsten Generalversammlung dauert.

- Die elektronische Erteilung von Vollmachten und Weisungen muss erst an der zweiten ordentlichen Generalversammlung nach dem 1. Januar 2014 ermöglicht werden; dies bedeutet für die meisten Gesellschaften, dass den Aktionären für die ordentliche Generalversammlung 2015 eine derartige Möglichkeit eröffnet werden muss[36].

- Die übrigen Bestimmungen über den unabhängigen Stimmrechtsvertreter wie insbesondere auch die Bestimmungen über dessen Unabhängigkeit gelten unmittelbar nach Inkrafttreten der Vergütungsverordnung, d.h. ab 1. Januar 2014.

1.3.3 Jährliche Wahl des Verwaltungsrats durch die Generalversammlung

Gemäss Art. 3 Vergütungsverordnung wird die Amtsperiode der Verwaltungsratsmitglieder auf ein Jahr beschränkt, wobei allerdings nicht das Kalenderdatum der Wahl entscheidend ist, sondern die Amtsperiode gemäss Art. 3 Abs. 2 Vergütungsverordnung bis zur nächsten ordentlichen Generalversammlung läuft[37]. Eine Wiederwahl bestehender Verwaltungsräte ist unbeschränkt möglich, sodass trotz der einjährigen Amtsperiode die

---

35 Eine derartige Substituierung ist möglich, da die dabei unabhängigen Stimmrechtsvertreter die weisungsgemässe Ausübung der Stimmrechte und die Unabhängigkeit gegenüber der Gesellschaft im Vordergrund steht und nicht ein persönliches Vertrauensverhältnis zum Aktionär.

36 Die grösste Herausforderung bei einem derartigen System ist die richtige und vollständige Erfassung der Vollmachten und Weisungen sowie die Entwicklung eines Zugangscodes, der Manipulationen vermeidet.

37 Grundsätzlich war es zwar auch schon unter dem bisherigen Recht möglich, den einmal gewählten Verwaltungsrat kurzfristig auszuwechseln, da die Generalversammlung gemäss Art. 705 Abs. 1 OR den Verwaltungsrat jederzeit abberufen kann. Da die Abberufung eines Verwaltungsrats aber separat traktandiert werden muss, mussten Aktionäre, welche einen Verwaltungsrat abberufen wollten, im Vorfeld einer Generalversammlung die Traktandierung der Abberufung gemäss Art. 699 OR verlangen, wozu sie 10% des Aktienkapitals oder mindestens Aktien mit einem gesamten Nennwert von CHF 1 Mio. benötigten; bisher waren daher Versuche zur Abberufung eines Verwaltungsratsmitgliedes äusserst selten.

Kontinuität des Verwaltungsrates gewahrt werden kann. Die einjährige Wahlperiode erleichtert es der Generalversammlung dementsprechend erheblich, Verwaltungsratsmitglieder, deren Amtsführung die Aktionäre nicht überzeugt, auszuwechseln, indem sie diesen die Wiederwahl verweigert. Letztlich kommt es somit jährlich zu einer Leistungsbeurteilung der Verwaltungsratsmitglieder, die sich im Prozentsatz niederschlägt, mit dem die Aktionäre die betreffenden Personen wiederwählen.

Es ist zu erwarten, dass aktivistische Aktionäre, die mit dem Verhalten einzelner Verwaltungsratsmitglieder oder mit dem Verwaltungsrat gesamthaft nicht einverstanden sind, die jährliche Wahl des Verwaltungsrats dazu nutzen werden, die Verwaltungsräte, die nicht ihren Vorstellungen entsprechen, unter Druck zu setzen und auch Verwaltungsräte auszuwechseln.

Gemäss Art. 29 Vergütungsverordnung gelten die Vorschriften über die Wahl des Verwaltungsrates ab der ersten ordentlichen Generalversammlung, die nach dem Inkrafttreten der Vergütungsverordnung, d.h. nach dem 1. Januar 2014, stattfindet. Dies bedeutet, dass alle bisherigen Amtsperioden der Verwaltungsratsmitglieder – unabhängig von ursprünglichen Beschlüssen der Generalversammlung – am Datum der ordentlichen Generalversammlung 2014 enden und an dieser Generalversammlung zum ersten Mal Verwaltungsräte mit einer einjährigen Amtsperiode gewählt werden müssen. Statutenbestimmungen über eine längere Amtsperiode gelten in diesem Sinne ab 2014 nicht mehr.

1.3.4 Die Wahl des Präsidenten des Verwaltungsrats durch die Generalversammlung

Gemäss Art. 2 Ziff. 1 Vergütungsverordnung wird der Präsident des Verwaltungsrats neu zwingend durch die Generalversammlung bestimmt. Damit wird eine Kompetenz, die bisher bei den meisten Gesellschaften beim Verwaltungsrat selbst lag[38], auf die Generalversammlung übertragen. Da die Generalversammlung gemäss dieser Bestimmung auch für die Wahl der Stellvertreter zuständig ist, kann der Verwaltungsrat auch bei Ausfall des von der Generalversammlung bestimmten Präsidenten nicht selbst einen Stellvertreter bestimmen. Um sicherzustellen, dass beim Ausfall des Präsidenten das Amt tatsächlich von einem Stellvertreter übernommen wird, empfiehlt es sich, einen oder gegebenenfalls sogar mehrere Stellvertreter zur Wahl vorzuschlagen.

Die Amtsdauer des Verwaltungsratspräsidenten ist gemäss Art. 4 Abs. 2 Vergütungsverordnung auf ein Jahr beschränkt, wobei auch bei diesem Amt nicht das Kalenderdatum entscheidend ist, sondern die Amtsdauer gemäss Art. 4 Abs. 2 Vergütungsverordnung bis zur nächsten ordentlichen Generalversammlung läuft. Da eine Wiederwahl möglich ist, kann ein Verwaltungsratspräsident trotz dieser Amtszeitbeschränkung längere Zeit sein Amt ausüben.

---

[38] Bisher konnten die Statuten vorsehen, dass der Präsident von der Generalversammlung gewählt wird. Ohne eine derartige Bestimmung in den Statuten, wurde der Verwaltungsratspräsident bisher aber auch beim Publikumsgesellschaften durch den Verwaltungsrat selbst gewählt.

Wie bei den Mitgliedern des Verwaltungsrats selbst ist es der Generalversammlung gemäss Art. 4 Abs. 3 Vergütungsverordnung möglich, den Präsidenten jederzeit abzuberufen. Da der Verwaltungsrat selbst bezüglich der Wahl seines Präsidenten keine Kompetenzen mehr hat, kann der Verwaltungsrat den von der Generalversammlung gewählten Präsidenten dagegen nicht selber absetzen. M.E. ist es dem Verwaltungsrat aber wie nach bisherigem Recht möglich, beim Vorliegen wichtiger Gründe[39] einen Präsidenten zu suspendieren und eine Generalversammlung zur Neuwahl einzuberufen.

Die Position des Verwaltungsratspräsidenten wird durch dessen Wahl in der Generalversammlung erheblich verstärkt, da er nun in seiner Position nicht mehr von den anderen Verwaltungsratsmitgliedern abhängig ist. So lange kein wichtiger Grund vorliegt, der eine Suspendierung möglich macht, hat der Verwaltungsrat keine Möglichkeit, direkt auf den Präsidenten Einfluss zu nehmen, selbst wenn dieser seine Aufgaben bezüglich Durchführung von Verwaltungsratssitzungen und der Vermittlung von Informationen an die übrigen Verwaltungsratsmitglieder nur ungenügend wahrnimmt. Verwaltungsratsmitglieder, die mit dem Präsidenten bzw. dessen Amtsführung nicht einverstanden sind, sind daher gezwungen, die anstehenden Probleme vor die Generalversammlung zu bringen, wenn sie die Situation ändern wollen. Da die meisten Verwaltungsratsmitglieder Hemmungen haben, interne Probleme des Verwaltungsrats vor die Generalversammlung zu bringen, dürfte dies dazu führen, dass es nur noch in Extremsituationen möglich sein wird, einen Verwaltungsratspräsidenten zu wechseln. Was natürlich umgekehrt dazu führt, dass sich Verwaltungsratspräsidenten bei der Ausübung ihrer Position sehr sicher fühlen und dementsprechend das Machtgefälle zwischen Verwaltungsratspräsident und Verwaltungsratsmitgliedern durch die Umsetzung der Minder-Initiative zunehmen wird.

Gemäss Art. 29 Vergütungsverordnung gelten die Vorschriften über die Wahl des Verwaltungsratspräsidenten ab der ersten ordentlichen Generalversammlung, die nach dem Inkrafttreten der Vergütungsverordnung, d.h. nach dem 1. Januar 2014, stattfindet. Dies bedeutet, dass kotierte Gesellschaften anlässlich der ordentlichen Generalversammlung 2014 den Verwaltungsratspräsidenten und einen Stellvertreter wählen müssen.

1.3.5 Die Wahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses und die Bestimmung ihrer Kompetenzen durch die Generalversammlung

Nach dem aktienrechtlichen Konzept, dass sich der Verwaltungsrat selbst konstituiert, haben bisher alle Publikumsgesellschaften, die einen Vergütungsausschuss hatten, die Mitglieder dieses Ausschusses durch Verwaltungsratsbeschluss bestimmt. Gemäss Art. 2 Ziff. 2 Vergütungsverordnung werden die Mitglieder des Vergütungsausschusses nun neu durch die Generalversammlung bestimmt. Gewählt werden können gemäss Art. 7 Abs. 2 Vergütungsverordnung nur Mitglieder des Verwaltungsrats, was in der Praxis dazu führen wird, dass die Wahl des Vergütungsausschusses immer nach der Wahl des

[39] Schwere Verstösse gegen Statuten und Reglemente oder gegen gesetzliche Vorschriften zum Nachteil des Unternehmens.

Verwaltungsrats durchgeführt wird[40]. Die Mitglieder des Vergütungsausschusses müssen gemäss Art. 7 Abs. 1 Vergütungsverordnung von der Generalversammlung einzeln gewählt werden, sodass es nur zu einer Wahl kommt, wenn die betreffende Person tatsächlich die Aktionäre überzeugt.

Die Vergütungsverordnung sieht anders als der Code of Best Practice nicht vor, dass nur unabhängige bzw. nicht exekutiv tätige Verwaltungsratsmitglieder in den Vergütungsausschuss gewählt werden können. Mindestens theoretisch wäre es möglich, sogar einen Delegierten des Verwaltungsrats oder einen hauptberuflich tätigen Präsidenten in den Vergütungsausschuss zu wählen, obwohl diese meistens die höchsten Entschädigungen beziehen. Es ist allerdings davon auszugehen, dass die Aktionäre in der Praxis nur unabhängige Verwaltungsratsmitglieder in den Vergütungsausschuss wählen werden.

Die Amtszeit der Mitglieder des Vergütungsausschusses ist auf ein Jahr beschränkt, wobei die Amtsdauer gemäss Art. 7 Abs. 3 Vergütungsverordnung nicht vom Kalendertag abhängt, sondern auch wieder erst an der nächsten ordentlichen Generalversammlung endet. Da eine Wiederwahl gemäss Art. 7 Abs. 3 Vergütungsverordnung möglich ist, können die Mitglieder des Vergütungsausschusses trotz der Amtszeitbeschränkung mehrere Jahre in dieser Funktion tätig sein. Da der Verwaltungsrat bei der Bestimmung des Vergütungsausschusses keine Kompetenzen hat, kann er auch nicht einzelne Mitglieder des Vergütungsausschusses abberufen. Wenn der Verwaltungsrat mit der Tätigkeit einzelner Mitglieder unzufrieden ist, muss er genau wie beim Verwaltungsratspräsidenten die entsprechenden Probleme vor die Generalversammlung tragen und dieser vorschlagen, eine bestimmte Person nicht mehr in der Vergütungsausschuss zu wählen[41].

Die Generalversammlung wählt aber nicht nur die Mitglieder des Vergütungsausschusses, sondern bestimmt auch deren Aufgaben und Zuständigkeiten, indem sie diese in den Statuten festlegt. Damit haben die Aktionäre direkten Einfluss auf Kompetenz und Aufgaben des Vergütungsausschusses, die hinten im Einzelnen dargestellt werden.

Die direkte Wahl des Vergütungsausschusses und die Definition seiner Kompetenzen durch die Generalversammlung stärkt die Position des Vergütungsausschusses gegenüber den übrigen Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung, da der Verwaltungsrat weder einzelne Mitglieder des Vergütungsausschusses abberufen noch die Kompetenzen des Vergütungsausschusses beschneiden kann. Diese starke Position gibt dem Vergütungsausschuss den notwendigen Rückhalt bei seinen Entscheiden und ver-

---

40 Alternativ wäre es natürlich auch möglich, die Mitglieder des Vergütungsausschusses vorher unter der Bedingung der Wahl in den Verwaltungsrat zu wählen; eine derartiger Vorgehensweise ist aber kaum sinnvoll, da die Generalversammlung nach der Wahl des Verwaltungsrats ja bereits wieder eine Ergänzungswahl in den Vergütungsausschuss durchführen müsste, wenn die unter Vorbehalt gewählten Mitglieder des Vergütungsausschusses nicht in den Verwaltungsrat gewählt würden.

41 Auch hier hat m.E. der Verwaltungsrat allerdings die Möglichkeit, bei wichtigen Gründen ein Mitglied zu suspendieren und eine Generalversammlung zur Neuwahl einzuberufen.

meidet, dass seine Mitglieder gegenüber Verwaltungsratsmitgliedern und Geschäftsleitung unter Druck gesetzt werden können.

Gemäss Art. 29 Vergütungsverordnung gelten die Vorschriften über die direkte Wahl des Vergütungsausschusses ab der ersten ordentlichen Generalversammlung, die nach Inkrafttreten der Vergütungsverordnung durchgeführt wird. Dies bedeutet, dass die meisten Gesellschaften in der ordentlichen Generalversammlung 2014 den Vergütungsausschuss wählen müssen. Die Aufgaben und Kompetenzen des Vergütungsausschusses werden allerdings noch durch den Verwaltungsrat selbst bestimmt, bis die Generalversammlung über eine entsprechende Statutenbestimmung Beschluss gefasst hat. Die entsprechende Statutenanpassung muss gemäss Art. 27 Vergütungsverordnung spätestens an der zweiten auf die Inkraftsetzung der Vergütungsverordnung folgende Generalversammlung erfolgen, was bei den meisten Gesellschaften dazu führt, dass die betreffenden Bestimmungen spätestens in der ordentlichen Generalversammlung 2015 beschlossen werden müssen.

1.3.6 Genehmigung der Vergütungen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung

Wie hinten im Einzelnen dargestellt wird, bestimmt die Generalversammlung die Vergütungen von Verwaltungsrat, Geschäftsführung und Beirat direkt, da sowohl fixe wie auch erfolgsabhängige Vergütungen nur dann an die Mitglieder dieser Gremien ausbezahlt werden können, wenn die Generalversammlung die entsprechenden Anträge des Verwaltungsrats genehmigt hat. Wie hinten im Einzelnen dargestellt wird, müssen gemäss Art. 31 Vergütungsverordnung die ersten Abstimmungen zu diesem Thema anlässlich der ordentlichen Generalversammlung 2016 durchgeführt werden.

1.3.7 Entscheid über Statutenbestimmungen zu erfolgsabhängigen Entschädigungen und Beteiligungs- bzw. Optionsprogrammen

Wie hinten dargestellt, muss die Generalversammlung gemäss Art. 12 Vergütungsverordnung die Grundsätze für leistungs- und erfolgsabhängige Zahlungen an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung sowie auch die Grundsätze für die Zuteilung von Beteiligungspapieren und Optionen in den Statuten festlegen. Damit definieren die Aktionäre im Rahmen der Generalversammlung selbst den Spielraum, den der Verwaltungsrat in der Bemessung dieser Vergütungen hat, was den Aktionären einen erheblichen Einfluss gibt.

Gemäss Art. 27 Vergütungsverordnung müssen kotierte Gesellschaften ihre Statuten spätestens anlässlich der zweiten ordentlichen Generalversammlung nach Inkrafttreten der Vergütungsverordnung anpassen, was bei den meisten Gesellschaften bedeutet, dass die betreffenden Statutenbestimmungen spätestens an der ordentlichen Generalversammlung 2015 eingeführt werden müssen. Nach diesem Zeitpunkt dürfen gemäss Art. 20 Vergütungsverordnung keine derartigen Vergütungen mehr bezahlt werden, sofern die Gesellschaft nicht über eine statutarische Grundlage verfügt.

1.3.8 Stimm- und Offenlegungspflichten für Vorsorgeeinrichtungen

Gemäss Art. 22 Vergütungsverordnung müssen schweizerische Pensionskassen, die an kotierten Gesellschaften Aktien halten, die ihnen zukommenden Stimmrechte an der Generalversammlung ausüben. Sie müssen dabei im Einzelnen über folgende Punkte abstimmen:

- Wahl der Mitglieder des Verwaltungsrates, des Präsidenten des Verwaltungsrates, des Mitglieds des Vergütungsausschusses und des unabhängigen Stimmrechtsvertreters;
- Beschlüsse über Statutenbestimmungen, die gemäss Art. 12 Vergütungsverordnung obligatorisch sind;
- Abstimmungen über die Vergütung vom Verwaltungsrat und Geschäftsleitung.

Bei anderen Abstimmungen wie z.B. Fragen von Dividendenzahlungen oder Transaktionen nach Fusionsgesetz, die aus wirtschaftlicher Sicht häufig wesentlich wichtiger sind, als die oben dargestellten Punkte, besteht dagegen kein Stimmzwang.

Die Stimmabgabe muss sich dabei an den Interessen der Versicherten ausrichten. Art. 22 Abs. 3 Vergütungsverordnung erlaubt den Pensionskassen allerdings auch, sich der Stimme zu enthalten oder auf eine Stimmabgabe zu verzichten, wenn dies im Interesse der Versicherten liegt. Der Stiftungsrat muss die Grundsätze, die für die Stimmabgabe im konkreten Fall entscheidend sind, in einem Reglement definieren[42]. Auf diese Weise muss er die Interessen der Versicherten in Bezug auf die Ausübung der Stimmrechte konkretisieren.

Massgebend für die Ausübung der Stimmrechte bei einer Pensionskasse muss der Schutz der finanziellen Interessen der Versicherten sein, da die Vermögenserträge aus den Aktienbeständen dazu dienen, die Vorsorgeleistungen an die Versicherten zu decken. Dementsprechend muss sich eine Pensionskasse immer fragen, welchen Einfluss ein Antrag des Verwaltungsrates auf den Wert der Aktien hat und im Sinne der Wertsteigerung bzw. Werterhaltung stimmen[43]. Dies hat natürlich auch Auswirkungen auf Abstimmungen über die Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, da derartige Zahlungen den Gewinn der Gesellschaft reduzieren. Pensionskassen werden versuchen, die finanzielle Belastung des Unternehmens zu begrenzen und deshalb tendenziell gegen hohe Vergütungen stimmen.

Der Stimmenzwang für Pensionskassen gilt selbstverständlich nur für Aktien, welche die betreffenden Pensionskassen direkt halten – bei Aktien, die sie indirekt über Fonds, Beteiligungsgesellschaften oder Anlagestiftungen halten, besteht keine Stimmpflicht, da

---

42 Art. 22 Abs. 4 Vergütungsverordnung.

43 Vgl. die relativ offene Formulierung von Art. 22 Abs. 4 Vergütungsverordnung, "*das Interesse der Versicherten gilt gewahrt, wenn das Stimmverhalten dem dauernden Gedeihen der Vorsorgeeinrichtung dient*".

die betreffenden Pensionskassen bei diesen kollektiven Anlageformen gar keinen Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte haben.

Pensionskassen müssen gemäss Art. 23 mindestens einmal jährlich in einem zusammenfassenden Bericht die Versicherten darüber orientieren, wie sie ihrer Stimmpflicht nachgekommen sind. Sie müssen dabei mitteilen, ob sie ihre Stimmrechte ausgeübt haben und welche Kriterien sie bei der Ausübung der Stimmrechte angewandt haben. M.E. müssen sie aber nicht jede einzelne Stimmabgabe offenlegen.

In der Praxis wird die oben beschriebene Stimm- und Offenlegungspflicht wohl dazu führen, dass kleinere Pensionskassen auf direkten Aktienbesitz verzichten werden, um den mit Abstimmungen und Offenlegung verbundenen Aufwand zu vermeiden. Grössere Pensionskassen werden bei den kleinen Positionen, die sie in Nebenwerten halten, wahrscheinlich auch vermehrt auf indirekte Anlagen umstellen und nur noch grosse Aktienpositionen direkt halten, um so ihren Aufwand zu beschränken. Bei den SMI-Gesellschaften werden grosse Pensionskassen ihre zum Teil relativ grossen Positionen aber weiterhin direkt halten und müssen dementsprechend die Stimmrechte bewusst ausüben, was wahrscheinlich dazu führen wird, dass sie in Zukunft tatsächlich an den Generalversammlungen aktiver auftreten werden, wie dies zum Teil ausländische Pensionskassen bereits machen[44].

Es ist davon auszugehen, dass sich viele Pensionskassen bei der Ausübung der Stimmrechte auf bestehende und neu etablierte Stimmrechtsberater verlassen werden[45] und deren Empfehlungen folgen werden oder sich auch von diesen vertreten lassen werden. Die neue Regelung wird daher diesen Stimmrechtsberatern erheblich Auftrieb geben. Da diese Organisationen bereits heute sehr pointierte Meinungen vertreten, wenn sie mit einer Position des Verwaltungsrates nicht einverstanden sind, wird sich in diesem Bereich in Zukunft der Druck auf den Verwaltungsrat verstärken, wenn Stimmrechtsberater und grosse institutionelle Anleger den Eindruck haben, dass bestimmte Entscheide des Verwaltungsrates bzw. Anträge an die Generalversammlung nicht den Interessen der Aktionäre entsprechen[46]. Die Stärke derartiger Organisationen zeigt sich ja auch bereits heute

---

44 Ein sehr bekanntes Beispiel einer aktiven Pensionskasse ist Calpers, die Pensionskasse des öffentlichen Dienstes von Kalifornien, die gegenüber den Verwaltungsräten kotierter Gesellschaften häufig ihre Meinung sehr pointiert vertritt und gegebenenfalls auch andere institutionelle Investoren auffordert, in ihrem Sinne zu stimmen.

45 Ethos, zCapital, die nicht nur Analysen und Empfehlungen abgeben, sondern auch weitergehende Dienstleistungen anbieten, wie insbesondere die Vertretung an der Generalversammlung sowie die elektronische Aufbereitung der Informationen über die Stimmausübung, so dass die betreffenden Pensionskassen ohne weiteren Aufwand ihren Mitgliedern auf der eigenen Homepage offenlegen können, wie sie ihre Stimme an den einzelnen Generalversammlungen ausgeübt haben, um so das Transparenzerfordernis von Art. 23 Vergütungsverordnung zu erfüllen.

46 Vgl. das bisherige Verhalten von Ethos und zCapital, die im Vorfeld und zum Teil auch an Generalversammlungen sehr aktiv auf den Verwaltungsrat eingewirkt haben.

bei der Wirkung, welche die Empfehlungen von Ethos oder ISS bei kritischen Generalversammlungsabstimmungen von schweizerischen Gesellschaften haben[47].

1.3.9 Auswirkungen der Vergütungsverordnung auf die Position der Generalversammlung und der Aktionäre

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Minder-Initiative bzw. die Vergütungsverordnung die Position der Generalversammlung einerseits dadurch verstärken, dass diese neue unentziehbare Kompetenzen erhält[48], andererseits aber die vom Verwaltungsrat unabhängige Meinungsbildung an der Generalversammlung verstärkt hat, indem die Position des unabhängigen Stimmrechtsvertreters gestärkt, die Organ- und Depotvertretung verboten und der Stimmzwang für Pensionskassen eingeführt wird. Letztlich führt dies zu einer Verschiebung der Gewichte vom Verwaltungsrat zu den Aktionären. Dies wird sich weniger im Rahmen des "ordentlichen" Geschäftsganges von kotierten Gesellschaften zeigen, da Aktionäre bei erfolgreicher Tätigkeit eines Unternehmens kaum Grund zur Einmischung haben. Die verstärkte Position der Aktionäre wird sich aber bei ausserordentlichen Transaktionen[49] sowie auch bei längeren Phasen der Erfolgslosigkeit oder anderen Problemen des Unternehmens zeigen; es ist anzunehmen, dass die Aktionäre in derartigen Fällen aktiver in Sach- und Personalentscheide eingreifen werden als bisher.

Die Verschiebung der Kompetenzen zur Generalversammlung hat allerdings auch problematische Aspekte, da die Aktionäre – im Gegensatz zum Verwaltungsrat – keine Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft haben und sich zum Teil auch nur sehr kurzfristig an einer Gesellschaft beteiligen. Die Erfahrung zeigt, dass gerade aktivistische Aktionäre manchmal Forderungen stellen, die nur sehr kurzfristig zu einer Wertsteigerung führen[50] und dass sie ihre Aktien relativ schnell weiterverkaufen, während der Verwaltungsrat längerfristig mit den Konsequenzen derartiger Entscheidungen umgehen muss.

---

47 Die Erfahrung zeigt, dass die Empfehlung von ISS bei kritischen Abstimmungen über Sieg oder Niederlage des Verwaltungsrats entscheiden kann. In den letzten Jahren wurden zum Teil auch Entschädigungsberichte in konsultativen Abstimmungen abgelehnt, weil Stimmrechtsberater die Ablehnung empfohlen hatten.

48 Wahl des Verwaltungsratspräsidenten, des unabhängigen Stimmrechtsvertreters und des Vergütungsausschusses; Entscheid über die Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, Entscheid über die Statutenbestimmung zu erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten und Beteiligungs- sowie Optionsplänen.

49 Fusionen, Kapitalerhöhungen etc.

50 Z.B. werden von gewissen Aktionären immer wieder Forderungen zu einem höheren Leveraging und zu entsprechend grösseren Ausschüttungen zugunsten der Aktionäre gestellt. Die betreffenden Aktionäre haben ihre Aktien dann schon lange verkauft, wenn das Unternehmen in einen konjunkturellen Abschwung gerät und das ausgeschüttete Eigenkapital dringend benötigen würde. Der Verwaltungsrat muss sich dann allein und ohne Hilfe der "aktivistischen Aktionäre" mit dieser Situation auseinandersetzen.

2. Verwaltungsrat

- *Der Verwaltungsrat wird jährlich von der Generalversammlung gewählt. Diese wählt ebenfalls jedes Jahr den Verwaltungsratspräsidenten sowie die Mitglieder des Vergütungsausschusses.*
- *Der Verwaltungsrat ist das zentrale Organ zur Sicherstellung einer positiven Corporate Governance; er sollte eine Aufsichtsfunktion gegenüber der Geschäftsleitung einnehmen und die Interessen der Gesellschaft sowie Aktionäre wahren.*
- *Der Verwaltungsrat hat unentziehbare Aufgaben, die in einer kotierten Gesellschaft von besonderer Wichtigkeit sind. Dazu gehören insbesondere die Festlegung der Strategie des Unternehmens und ihre Abstimmung auf dessen Mittel, die Wahl und Abberufung der mit der Geschäftsleitung betrauten Personen, die Definition der Kompetenzen der Geschäftsleitung, die Organisation geeigneter Systeme zur Sicherstellung von Aufsicht und Risikomanagement, die Organisation des Rechnungswesens sowie des internen Berichtswesens und – neu aufgrund der Vergütungsverordnung – auch die Erstellung des Vergütungsberichtes.*
- *Die Vergütungsverordnung schreibt vor, dass jede kotierte Gesellschaft einen Vergütungsausschuss hat. Der Code of Best Practice sieht im Weiteren auch einen Prüfungsausschuss sowie einen Nominierungsausschuss.*
  - *Die Kompetenzen des Vergütungsausschusses werden durch die Statuten festgelegt. Der Vergütungsausschuss beurteilt Vergütungssysteme und einzelne Vergütungen zuhanden des Verwaltungsrates, wobei ihm auch die Kompetenz übertragen werden kann, über einzelne Vergütungen selbst Beschluss zu fassen und den Vergütungsbericht zuhanden des Verwaltungsrates zu analysieren.*
  - *Der Prüfungsausschuss analysiert Abschlüsse, Rechnungswesen und Revisionsvorgang zuhanden des Verwaltungsrates.*
  - *Der Nominierungsausschuss klärt die Eignung möglicher Kandidaten für Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungspositionen ab. Diese Aufgaben können auch dem Vergütungsausschuss übertragen werden ("HR-Ausschuss").*
- *Der Verwaltungsrat kann noch weitere Ausschüsse vorsehen (Strategieausschuss, Technologieausschuss, Genehmigungsausschuss, etc.). Die Bildung derartiger Ausschüsse entwertet aber letztlich den Verwaltungsrat als Gremium.*
- *Die Statuten müssen die Anzahl von Verwaltungs- und Geschäftsleitungsmandaten beschränken, welche die Verwaltungsratsmitglieder ausüben können. Dabei muss eine Zahl definiert werden, die in einem vernünftigen Verhältnis zum Aufwand steht, welche die Verwaltungsratsmitglieder bei der Gesellschaft selbst haben und zur Vergütung, die sie für diese Tätigkeit erhalten.*

Der Verwaltungsrat ist das zentrale Organ zur Sicherstellung einer positiven Corporate Governance. Bei einer kotierten Gesellschaft sollte der Verwaltungsrat eine Aufsichtsfunktion wahrnehmen und im Rahmen der Überwachung der Geschäftsleitung sicherstellen, dass bei der Führung des Unternehmens die Interessen der Gesellschaft und ihrer Aktionäre gewahrt werden. Der Verwaltungsrat muss in diesem Sinne insbesondere ver-

hindern, dass das Management zu Lasten des Unternehmens und seiner Aktionäre eigene Interessen verfolgt[51].

Um sicherzustellen, dass der Verwaltungsrat die Interessen von Gesellschaft und Aktionären schützt, enthält der Code of Best Practice verschiedene Bestimmungen, welche die Wahrung der Interessen von Gesellschaft und Aktionär betreffen. Auch Minder-Initiative und Vergütungsverordnung nehmen den Verwaltungsrat in diesem Sinne in die Pflicht und auferlegen ihm, wie hinten dargestellt, insbesondere bezüglich der Vergütung der Geschäftsleitung neue Pflichten. Dem Verwaltungsrat obliegt es dabei vor allem, die einzelnen Verbote, welche die Vergütungsverordnung enthält, durchzusetzen. Eine Aufgabe, die dem Verwaltungsrat zusätzliche Verantwortung aufbürdet und ihn, wie hinten dargestellt, auch dem Risiko einer strafrechtlichen Verfolgung aussetzt, falls er seine Pflichten verletzt.

2.1 Jährliche Wahl von Verwaltungsrat und Verwaltungsratspräsident durch die Generalversammlung

Wie oben dargestellt, werden Verwaltungsrat und Präsident gemäss Art. 3 bzw. 4 Vergütungsverordnung jährlich von der Generalversammlung gewählt, was dazu führt, dass sich die Aktionäre an der Generalversammlung über die Qualität der Amtsführung und ihre Zufriedenheit mit dem Verwaltungsrat und dessen Präsidenten äussern können; die Zahl negativer Stimmen werden ein Gradmesser für die Zufriedenheit der Aktionäre sein, die der Verwaltungsrat ernst nehmen muss – eine hohe Anzahl von Gegenstimmen zeigt dem Verwaltungsrat, dass die Aktionäre Zweifel daran haben, dass der Verwaltungsrat ihre Interessen tatsächlich optimal wahrnimmt.

2.2 Die Trennung von Geschäftsleitungs- und Aufsichtsfunktion

Während das Aktienrecht dem Verwaltungsrat die Möglichkeit offenlässt, die Geschäfte der Gesellschaft selbst zu führen und so die Funktion einer Geschäftsleitung zu übernehmen[52], geht der Code of Best Practice davon aus, dass Aufsichtsfunktion und Geschäftsleitungsfunktion auf zwei verschiedene Organe aufgeteilt werden. Der Verwaltungsrat soll nicht selber die Geschäftsführung wahrnehmen, sondern diese Funktion an ein Geschäftsleitungsorgan übertragen. Die Geschäftsleitungsfunktion kann dabei von einem Organ ausserhalb des Verwaltungsrats wahrgenommen werden (CEO, Geschäftsleitung) oder von einem oder mehreren Mitgliedern des Verwaltungsrats selbst[53]. Die Rolle des Verwaltungsrats beschränkt sich nach dieser Konzeption im Wesentlichen auf die Festlegung der Strategie sowie auf die Auswahl und Überwachung der Geschäftsleitung.

---

51 Das Problem, dass das Management eigene Interessen verfolgt, wird allgemein als "Agency Problem" bezeichnet – da die Aktionäre bei Publikumsgesellschaften keinen direkten Einfluss auf die Geschäftstätigkeit ausüben und diese auch nicht beaufsichtigen können, besteht latent die Gefahr, dass das Management seine Position zur Verfolgung eigener Interessen ausnützt und die Aktionäre dadurch eine entsprechende Einbusse erleiden (diese finanzielle Einbusse wird in der Literatur als "Agency Cost" bezeichnet).

52 Diese Organisationsform wird von praktisch allen kleinen Aktiengesellschaften und einem grossen Teil mittlerer Unternehmen gewählt.

53 Im Folgenden werden Delegierte und Direktoren gesamthaft als "Geschäftsleitung" bezeichnet.

Der Code of Best Practice verlangt aber keine konsequente personelle Trennung von Geschäftsleitungs- und Aufsichtsfunktion, sondern erlaubt, dass Mitglieder der Geschäftsleitung in den Verwaltungsrat gewählt werden. Der Code of Best Practice lässt sogar zu, dass der Verwaltungsratspräsident gleichzeitig Vorsitzender der Geschäftsleitung ist[54]. Es ist allerdings klar, dass eine Vereinigung der beiden Funktionen bei der gleichen Person für die Aufsichtsfunktion des Verwaltungsrats nicht förderlich ist, da ein Verwaltungsratspräsident, der gleichzeitig als Delegierter Vorsitzender der Geschäftsleitung ist, einen sehr starken Einfluss auf Unternehmen und Verwaltungsrat hat. Da der Verwaltungsratspräsident normalerweise die Traktandenliste zusammenstellt und für die Information des Verwaltungsrats sorgt, wird es für die übrigen Mitglieder bei einer Personalunion von CEO und Verwaltungsratspräsident schwierig, ein Gegengewicht zu bilden, auch wenn der Code of Best Practice für diesen Fall gewisse Massnahmen zur Sicherstellung der Aufsichtsfunktion vorgesehen hat[55]. Wegen dieser Probleme sollten kotierte Gesellschaften auf eine derartige Personalunion verzichten und die Funktionen von Verwaltungsratspräsident und Geschäftsleitungsvorsitzenden trennen.

Die in Art. 4 Vergütungsverordnung vorgesehene Wahl des Verwaltungsratspräsidenten durch die Generalversammlung gibt den Aktionären die Möglichkeit, sich selber über eine derartige Ämterkumulation auszusprechen. Die Aktionäre können einem Verwaltungsratspräsidenten, der gleichzeitig die Funktion des CEO einnimmt, die Wiederwahl verweigern, wenn sie der Ansicht sind, dass die Ämterkumulation unrichtig ist. Es wird sich daher in der Praxis zeigen, inwieweit die Aktionäre bereit sind, eine Ämterkumulation, die dem Prinzip der Aufsichtsfunktion des Verwaltungsrats widerspricht, zu tolerieren bzw. in welchen Fällen sie dies zulassen[56].

2.3 Die Aufgaben des Verwaltungsrats

Der Code of Best Practice wiederholt in Ziff. 10 die gemäss Art. 716a Abs. 1 OR unentziehbaren und unübertragbaren Kompetenzen des Verwaltungsrats, betont aber im Rahmen dieser gesetzlichen Kompetenzen insbesondere die folgenden Punkte:

2.3.1 Festlegung der Strategie des Unternehmens

Der Verwaltungsrat muss nach Ziff. 9 Code of Best Practice insbesondere die strategischen Ziele der Gesellschaft, die Mittel zu ihrer Erreichung und die dazu notwendige Organisation des Unternehmens festlegen[57]. Im Rahmen der strategischen Führung trägt der Verwaltungsrat auch die Verantwortung dafür, dass die strategischen Ziele und die

---

54 Ziff. 18 Code of Best Practice.

55 Gemäss Ziff. 18 Code of Best Practice muss in diesem Fall ein Lead Director bestimmt werden, der die Traktandierung von Verhandlungsgegenständen sowie die Information des Verwaltungsrats beeinflussen kann und gegebenenfalls auch unabhängig vom Präsidenten eine Sitzung des Verwaltungsrats einberufen kann.

56 Die Erfahrung zeigt, dass gerade in Krisensituationen die Ämterkumulation für eine Übergangszeit in der z.B. ein neuer CEO gesucht wird, häufig toleriert wird, dass institutionelle Anleger dies in allen anderen Fällen aber aus grundsätzlichen Überlegungen zu Corporate Governance und Überwachungsfunktion des Verwaltungsrats ablehnen.

57 Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 OR, "Oberleitungskompetenz".

finanziellen Mittel der Gesellschaft in Einklang stehen, d.h. keine Ziele verfolgt werden, die nicht finanzierbar sind.

Mit dieser Betonung der strategischen Ebene schreibt der Code of Best Practice nicht vor, dass der Verwaltungsrat die Strategie selbst entwickelt[58]. Der Code of Best Practice sowie auch Art. 716a Abs. 1 lit. a OR verlangen aber, dass der Verwaltungsrat die Strategie unabhängig von der operativen Geschäftsleitung beurteilt und in eigener Verantwortung genehmigt. Der Verwaltungsrat bringt bei der Beratung der Strategie eine neue und für das Unternehmen wichtige Sicht ein: Da die meisten Mitglieder des Verwaltungsrats nicht in die operative Führung eingebunden sind und aufgrund ihrer Tätigkeit ausserhalb des Unternehmens auch einen breiteren Erfahrungshorizont als die Geschäftsleitung haben, hat der Verwaltungsrat eine gewisse Distanz zum Unternehmen und seiner Entwicklung, was eine kritische Analyse der von der Geschäftsleitung ausgearbeiteten Strategie ermöglicht. Damit kann der Verwaltungsrat verhindern, dass das Management bei der Entwicklung der Strategie der Versuchung erliegt, die eigenen Möglichkeiten und Fähigkeiten zu überschätzen und so eine Strategie vorschlägt, die mit den Mitteln der Gesellschaft gar nicht umgesetzt werden kann. Die Erfahrung von Unternehmen, die in Problemsituationen gerieten[59], zeigt, dass die kritische Beurteilung der Strategie durch den Verwaltungsrat und der Abgleich zwischen Strategie und vorhandenen Mitteln eine der wichtigsten Funktionen des Verwaltungsrats ist.

2.3.2 Definition der Kompetenzen der Geschäftsleitung

Der Verwaltungsrat muss gemäss Ziff. 11 Code of Best Practice ein Organisationsreglement erlassen, in dem er die Kompetenzen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung klar abgrenzt. Der Erlass eines Organisationsreglements mit klarer Kompetenzabgrenzung zwischen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung ist gemäss Art. 716b OR in Verbindung mit Art. 754 Abs. 2 OR auch Voraussetzung dafür, dass der Verwaltungsrat durch die Delegation der operativen Geschäftsführungsfunktion an ein Geschäftsleitungsorgan seine Verantwortung für das operative Geschäft beschränken kann – wenn er die operative Geschäftsführung auf der Basis eines derartigen Reglements an ein Geschäftsleitungsorgan delegiert, beschränkt sich seine Verantwortung bezüglich der operativen Geschäftsführung auf die sorgfältige Wahl, Instruktion und Überwachung des Geschäftsleitungsorgans. Bei dieser Kompetenzabgrenzung sollte die Geschäftsführungskompetenz aber nicht uneingeschränkt an die Geschäftsleitung delegiert werden. Der Verwaltungsrat muss sich vielmehr überlegen, welche Geschäftsleitungsentscheide vom Verwaltungsrat genehmigt werden müssen. Ein derartiger Genehmigungsvorbehalt gibt dem Verwaltungsrat bei wichtigen Geschäften die Möglichkeit, zu beurteilen, ob wesentliche Geschäftsführungsakte tatsächlich strategiekonform sind oder ob sie Risiken mit sich bringen, welche die Gesellschaft nicht tragen kann. Der Genehmigungsvor-

---

58 In der Praxis wird die Strategie des Unternehmens tatsächlich meist von der Geschäftsleitung entwickelt und den Verwaltungsrat zur Diskussion und zur Genehmigung vorgelegt.

59 Insbesondere Swissair.

behalt ist letztlich Ausdruck der direkten Aufsicht bei wesentlichen Geschäftsleitungsentscheiden, welche die strategische Ebene des Unternehmens betreffen.

2.3.3 Wahl und Abberufung der mit der Geschäftsleitung betrauten Personen

Gemäss Art. 716a Abs. 1 Ziff. 4 OR muss der Verwaltungsrat die Geschäftsleitung bestimmen. Diese Wahl ist Basis der Delegation der Geschäftsführungskompetenz. Der Verwaltungsrat muss bei der Wahl des CEO sowie der weiteren Mitglieder der Geschäftsführung abklären, ob diese tatsächlich die Fähigkeit haben, die Geschäfte der Gesellschaft zu führen. Der Verwaltungsrat darf sich dabei aber nicht mit einer "Momentaufnahme" im Zeitpunkt der Wahl begnügen. Er muss im Rahmen der Aufsicht vielmehr periodisch überprüfen, ob die Mitglieder der Geschäftsführung das Vertrauen, das der Verwaltungsrat bei ihrer Wahl in sie gesetzt hat, tatsächlich noch rechtfertigen bzw. ob sich bei spezifischen Problemsituation zeigt, dass sie ihrer Aufgabe nicht gewachsen sind. In diesem Fall muss der Verwaltungsrat die mit der Geschäftsleitung betrauten Personen abberufen. Die Abberufung stellt daher eigentlich das "letzte" Mittel der Aufsicht dar.

2.3.4 Aufsicht, internes Kontrollsystem und Risikomanagement

Wenn der Verwaltungsrat dem Modell einer Publikumsgesellschaft entsprechend die operative Geschäftsführung an ein Geschäftsführungsorgan delegiert, wird gemäss Art. 716a Abs. 2 Ziff. 5 OR die Aufsicht über die Geschäftsführung zur Hauptaufgabe des Verwaltungsrats. Im Rahmen der Aufsicht muss der Verwaltungsrat primär überwachen, ob die Geschäftsleitung die vom Verwaltungsrat beschlossene Strategie sowie Mittelfrist-Pläne und Budgets tatsächlich umsetzt. Zu diesem Zweck muss der Verwaltungsrat ein geeignetes Berichtwesen definieren, d.h. festlegen, welche Zahlen und Berichte die Geschäftsleitung ihm zu liefern hat. Die meisten Unternehmen sehen vor, dass im Unternehmen im Sinne eines "Management Information Systems" ("MIS") monatliche Abschlüsse oder Kennzahlen für den Verwaltungsrat aufgearbeitet werden[60] und dass die Geschäftsleitung zusätzlich an den Sitzungen des Verwaltungsrats über die Geschäftsführung berichtet. Wobei meist vorgesehen wird, dass der CEO den Verwaltungsrat darüber hinaus spontan über ausserordentliche Ereignisse orientieren muss.

Entsprechend seiner Hauptaufgabe, die Geschäftsleitung zu beaufsichtigen, sieht Ziff. 19 des Code of Best Practice vor, dass der Verwaltungsrat neben der Erfassung der operativen Vorgänge durch ein Management Information System ein dem Unternehmen angepasstes internes Kontrollsystem und Risikomanagement errichten und auch Massnahmen treffen muss, um sicherzustellen, dass das Unternehmen die auf seine Geschäftstätigkeit anwendbaren gesetzlichen Normen einhält[61]. Der Verwaltungsrat muss in diesem Sinne ein der Grösse und der besonderen Risikoneigung des Unternehmens

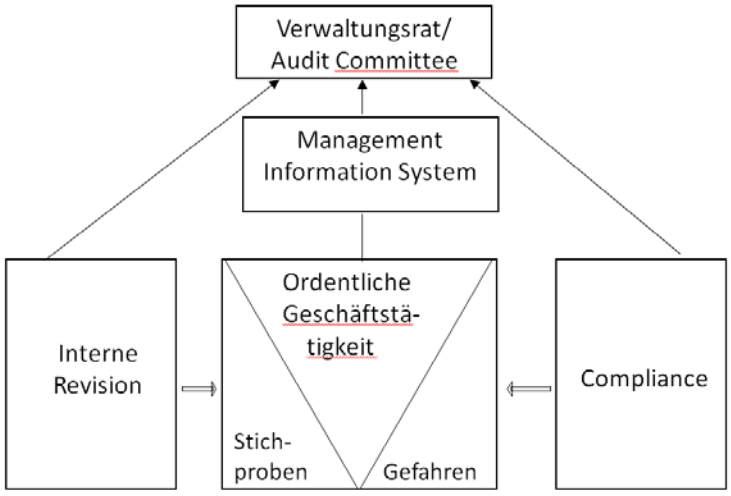
---

60 Welche Zahlen für den Verwaltungsrat tatsächlich relevant sind, hängt von Geschäftstätigkeit und Struktur des Unternehmens ab und variiert von Branche zu Branche; Aussagen über Umsätze, Liquidität sowie bei Unternehmen die in Produktion oder Handel tätig sind, über Lager und Bestellungseingang sind aber bei fast allen Unternehmen üblich.

61 Compliance.

angepasstes Risikomanagement-System entwickeln, bei dem MIS, interne Revision und Compliance Organisation dazu dienen, Risiken früh zu erkennen und Gegenmassnahmen zeitgerecht einzuleiten. Es ist klar, dass bei relativ kleinen Publikumsgesellschaften kein ausgebautes internes Revisorat und keine eigene Compliance Abteilung eingerichtet werden können; der Verwaltungsrat muss aber auch bei derartigen Unternehmen die in kleinerem Rahmen möglichen Massnahmen treffen, um interne Kontrollen und die Einhaltung der auf das Unternehmen anwendbaren Normen sicherzustellen.

Bei der Aufsicht des Verwaltungsrats geht es nicht um die Überwachung einzelner Handlungen der Geschäftsleitung und der ihr unterstellten Manager, sondern um die Errichtung eines Systems, das erlaubt, Fehlentwicklungen zu erkennen und Gegenmassnahmen einzuleiten – dem Verwaltungsrat kann letztlich kein Vorwurf gemacht werden, wenn es aufgrund eines Fehlverhaltens von Geschäftsleitung oder von der Geschäftsleitung unterstellten Mitarbeitern zu Problemen kommt. Der Verwaltungsrat hat aber seine Verantwortung verletzt, wenn er nicht Systeme entwickelt hat, welche derartiges Fehlverhalten aufdecken und Gegenmassnahmen erlauben, bevor das Unternehmen einen erheblichen Schaden erleidet. Ein derartiges System kann schematisch wie folgt dargestellt werden:



2.3.5 Verantwortung des Verwaltungsrats für das Rechnungswesen

Gemäss Art. 716a Abs. 1 Ziff. 3 OR obliegt dem Verwaltungsrat die Ausgestaltung des Rechnungswesens, der Finanzkontrolle sowie der Finanzplanung. Er ist aufgrund dieser Bestimmung zwar nicht für die Führung dieser Funktionen selbst verantwortlich, er muss aber die organisatorischen Anordnungen treffen, die zur Einrichtung eines dem Unternehmen angemessenen Rechnungswesens einschliesslich Finanzkontrolle und Finanzplanung notwendig sind.

Der Verwaltungsrat trägt damit direkt einen grossen Teil der Finanzverantwortung. Organisatorische Mängel in diesem Bereich sowie das Fehlen der für die Führung notwendigen Instrumente können direkt dem Verwaltungsrat angelastet werden. Der Umstand, dass der Verwaltungsrat die Organisationsverantwortung für das Rechnungswesen trägt,

führt auch dazu, dass er selbst für die eigene Informationsbeschaffung verantwortlich ist. Erhält der Verwaltungsrat von der Geschäftsleitung bzw. vom Rechnungswesen der Gesellschaft nicht diejenigen Informationen, die seiner Meinung nach für die Wahrnehmung seiner Aufgaben notwendig sind, sorgt er selbst durch entsprechende Weisungen und durch organisatorische Anordnungen dafür, dass er die benötigten Informationen erhält.

2.4 Grösse und Zusammensetzung des Verwaltungsrats

Weder das Aktienrecht noch das Regelwerk der SIX sehen eine minimal oder maximale Anzahl von Verwaltungsratsmitgliedern vor[62]; die Generalversammlung ist dementsprechend frei, die den Aktionären genehme Anzahl von Verwaltungsräten zu wählen. Da die Funktionsfähigkeit des Verwaltungsrats aber von seiner Grösse und Zusammensetzung abhängt, enthält der Code of Best Practice gewisse Regeln über diese Punkte: Gemäss Ziff. 12 Code of Best Practice sollte der Verwaltungsrat so klein sein, dass eine effiziente Willensbildung möglich ist, und so gross, dass seine Mitglieder Erfahrungen und Wissen aus verschiedenen Bereichen einbringen und die Aufgaben des Verwaltungsrats auch tatsächlich wahrnehmen können. Abhängig von der Komplexität des Unternehmens und der Frage, ob Geschäftsleitungsmitglieder im Verwaltungsrat vertreten sind oder nicht, dürfte sich damit für die meisten Publikumsgesellschaften eine Zahl von fünf bis sieben Mitgliedern als richtig erweisen. Bei einem kleineren Verwaltungsrat wird es schwierig, die notwendigen Kenntnisse und Erfahrungen zu vereinigen, bei mehr als sieben Mitgliedern ist es dagegen erfahrungsgemäss sehr schwierig, Sitzungstermine zu finden und sich in den Sitzungen gegenseitig auszusprechen. Die Erfahrung zeigt, dass sich bei grösseren Verwaltungsräten die Beschlussfassung fast zwangsläufig auf Ausschüsse verlagert, die im kleineren Rahmen die entsprechenden Fragen besprechen, oder dass sich die Beschlussfassung faktisch auf den Präsidenten konzentriert, der zusammen mit der Geschäftsleitung Beschlussvorlagen formuliert, die dann im Verwaltungsrat selbst aufgrund der Grösse dieses Organs gar nicht mehr diskutiert werden.

Damit der Verwaltungsrat seine Aufsichtsfunktion glaubhaft wahrnehmen kann, sollte sich der Verwaltungsrat in jedem Fall zur Mehrheit aus Personen zusammensetzen, die im Unternehmen keine operativen Führungsaufgaben erfüllen[63]. Ausserdem muss bereits bei der Auswahl der Verwaltungsratsmitglieder darauf geachtet werden, dass keine Mitglieder aufgenommen werden, die in einem dauernden Interessenkonflikt mit dem Unternehmen stehen; Vertreter von Konkurrenten, Lieferanten und Kunden sollten daher nicht in den Verwaltungsrat aufgenommen werden[64].

Das konkrete Anforderungsprofil, das Verwaltungsratsmitglieder bezüglich Ausbildung und Erfahrung erfüllen müssen, hängt von der Tätigkeit und den Zielen des Unternehmens ab. In diesem Sinne sollte bei der Zusammenstellung eines Verwaltungsrats immer

---

62 Aus dem Gesetzestext ergibt sich letztlich nur, dass mindestens eine Person als Verwaltungsrat gewählt werden muss.

63 Vgl. Ziff. 12 Code of Best Practice.

64 Vgl. Ziff. 16 Code of Best Practice.

ein den Bedürfnissen der Unternehmung entsprechendes Anforderungsprofil erstellt werden, das für die Suche nach Verwaltungsratsmitgliedern massgebend ist. Dabei empfiehlt es sich, für diese Aufgabe einen entsprechend spezialisierten Executive Search-Berater beizuziehen, um so auch ausserhalb des Beziehungsnetzes von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung geeignete Personen zu finden.

2.5 Ausschüsse des Verwaltungsrats

2.5.1 Ziele und gesetzliche Grundlagen von Ausschüssen

Der Verwaltungsrat ist nach der Vorstellung des Gesetzgebers ein Kollektivorgan, dessen Mitglieder ihre Aufgaben im Rahmen kollektiver Mitverantwortung wahrnehmen. Dieses Konzept kommt dadurch zum Ausdruck, dass der Verwaltungsrat seinen Willen durch Mehrheitsbeschlüsse bildet[65], widerspiegelt sich aber auch in der Haftungsordnung – gemäss Art. 759 OR haften alle Verwaltungsratsmitglieder, die durch eine Pflichtverletzung schuldhaft einen Schaden verursacht haben, solidarisch.

Trotz des Kollegialitätsprinzips im Verwaltungsrat erlaubt Art. 716a Abs. 2 OR dem Verwaltungsrat, die Vorbereitung und die Ausführung seiner Beschlüsse oder die Überwachung von Geschäften an Ausschüsse oder an einzelne Mitglieder zu übertragen. Auch bei einer derartigen Auslagerung von Vorbereitungs- und Überwachungsaufgaben muss der Verwaltungsrat aber durch geeignete Massnahmen sicherstellen, dass der gesamte Verwaltungsrat über die Tätigkeit des betreffenden Ausschusses orientiert ist. Der Verwaltungsrat kann an einzelne Mitglieder und Ausschüsse grundsätzlich nicht nur Vorbereitungs-, sondern auch Entscheidungskompetenzen delegieren. Dies ist allerdings nur bei den Aufgaben möglich, die nicht zum Kreis der gemäss Art. 716a OR unübertragbaren Kompetenzen des Verwaltungsrates gehören.

Das Aktienrecht erlaubt in diesem Sinne zwar die Bildung von Ausschüssen, sieht selbst aber keine spezifischen Ausschüsse vor. Mit dem Inkrafttreten der Vergütungsverordnung wird nun aber zwingend die Bildung eines Vergütungsausschusses vorgeschrieben. Die Vergütungsverordnung überlässt die Ausgestaltung der Kompetenzen und Aufgaben dieses Ausschusses aber weitgehend der Gesellschaft selbst, die diese Punkte in einer Statutenbestimmung regeln muss. Der Code of Best Practice sieht zusätzlich zum Vergütungsausschuss auch noch einen Prüfungsausschuss vor, der sich in vertiefter Weise mit den Abschlüssen und dem Rechnungswesen des Unternehmens auseinandersetzt, sowie einen Nominierungsausschuss, der Grundsätze für die Auswahl von neuen Verwaltungsratsmitgliedern festlegt.

Mit der Bildung von Ausschüssen werden im Wesentlichen folgende Ziele verfolgt:

---

65 Art. 713 OR.

2.5.1.1 Vermeidung von Interessenkonflikten

Gerade der von der Vergütungsverordnung vorgesehene Vergütungsausschuss sowie auch der vom Code of Best Practice vorgesehene Nominations- und Prüfungsausschuss kommen oft in einen Interessenkonflikt mit der Geschäftsleitung und mit den operativ tätigen Verwaltungsratsmitgliedern, da ihre Tätigkeit ja darin besteht, für diese Personen Vergütungen festzulegen bzw. sicherzustellen, dass die Ergebnisse der Geschäftstätigkeit richtig dargestellt werden. Die Bildung eines Ausschusses hilft in dieser Situation Interessenkonflikte zu vermeiden, sofern sich der betreffende Ausschuss aus unabhängigen Mitgliedern des Verwaltungsrats zusammensetzt. Allerdings sehen weder Vergütungsverordnung noch der Code of Best Practice eine klare Trennung der Interessensphären vor. Der Code of Best Practice sieht, wie hinten dargestellt, nur beim Vergütungsausschuss vor, dass sich dieser allein aus unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern zusammensetzen darf. Beim Prüfungsausschuss verlangt er nur, dass dessen Mitglieder keine Exekutivfunktion haben dürfen und zumindest die Mehrheit der Mitglieder unabhängig sein muss. Die Vergütungsverordnung enthält dagegen gar keine Unabhängigkeitsvorschriften bezüglich des Vergütungsausschusses – vermutlich gehen ihre Urheber davon aus, dass die Generalversammlung bei der Wahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses ohnehin nur unabhängige Personen wählen wird. Unternehmen, welche die Funktion der Verwaltungsratsausschüsse ernst nehmen, sollten m.E. den Vergütungs-, Prüfungs- und Nominierungsausschuss allein aus unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern zusammensetzen, da nur so Interessenkonflikte vermieden werden und das richtige Funktionieren dieser Ausschüsse sichergestellt werden kann.

Zum Teil sind Interessenkonflikte direkt Grund für die Bildung eines bestimmten Ad-hoc-Ausschusses. Hat ein Verwaltungsrat bei einer wichtigen Frage, die eine umfangreiche Analyse und Beratung erfordert, ein direktes Interessenkonfliktproblem, weil verschiedene seiner Mitglieder Interessen vertreten, welche den Interessen der Gesellschaft entgegengesetzt sind[66], so kann es zweckmässig sein, einen Ad hoc-Ausschuss zu bestimmen, der die betreffenden Fragen analysiert und die notwendige Entscheidung trifft.

2.5.1.2 Konzentration von Fachkenntnissen, effizientere Arbeit

Mit der Bildung eines Ausschusses ist es möglich, Verwaltungsratsmitglieder, die in einem speziellen Gebiet über Fachkenntnis verfügen, zusammenzuziehen, sodass diese sich mit dem betreffenden Thema vertieft auseinandersetzen können. Der vom Code of Best Practice vorgesehene Prüfungsausschuss sollte in diesem Sinne die Verwaltungsratsmitglieder umfassen, die über Spezialkenntnisse im Rechnungswesen verfügen, sodass sie Abschlüsse und weitere Fragen des Rechnungswesens mit entsprechender Fachkenntnis angehen können und gegenüber Finanzchef und Revisionsstelle auch ebenbürtige Diskussionspartner sind.

---

[66] Diese Situation ergibt sich z.B. dann, wenn die Gesellschaft eine Transaktion mit ihrem Hauptaktionär plant; in diesem Moment haben alle vom Hauptaktionär selbst bestimmten Verwaltungsratsmitglieder einen Interessenkonflikt.

Zum Teil sehen Unternehmen auch noch weitere Fachausschüsse vor wie z.B. Risk Committees, Technologieausschüsse oder auch Strategieausschüsse, in denen die Risikosituation, die technologische Entwicklung und die Strategie des Unternehmens vertieft diskutiert wird. Derartige Ausschüsse haben zwar den Vorteil, dass die betreffenden Themen fachkundig besprochen werden und die gegenüber dem Gesamtverwaltungsrat kleinere Gruppe auch effizienter diskutieren kann. Sie entwerten den Verwaltungsrat aber bis zu einem gewissen Grad, da zentrale Fragestellungen nicht mehr im Gesamtgremium, sondern in diesen Ausschüssen besprochen werden.

Art. 716a Abs. 2 OR enthält zwar nur die Möglichkeit, Ausschüssen die Vorbereitung von Verwaltungsratsbeschlüssen zu übertragen und sie mit der Überwachung der Ausführung von derartigen Beschlüssen zu betrauen. Der Verwaltungsrat kann aber auch einzelne Beschlüsse an Ausschüsse delegieren. Die Grenze einer derartigen Delegation liegt aber bei den in Art. 716a Abs. 1 OR erwähnten unentziehbaren und unübertragbaren Kompetenzen des Verwaltungsrats. Diese Kompetenzen, zu denen insbesondere die Aufsicht über die Geschäftsleitung, die Festlegung der Strategie, die Bestellung der Grundzüge der Organisation des Unternehmens und des Rechnungswesens des Unternehmens und auch die Beschlussfassung über Jahres- und Halbjahresabschlüsse gehören, können nicht an Ausschüsse delegiert werden – auch wenn derartige Fragen vorbesprochen und beraten werden, bleibt der Gesamtverwaltungsrat in diesen Punkten als Kollektiv verantwortlich. Daher kann dem Prüfungsausschuss und auch einem allfälligen Strategieausschuss immer nur eine vorbereitende Funktion zukommen; letztlich muss immer der Gesamtverwaltungsrat über Jahres- und Halbjahresabschluss sowie auch über die Strategie Beschluss fassen.

2.5.2 Ausschüsse gemäss Vergütungsverordnung und Code of Best Practice

Vergütungsverordnung und Code of Best Practice sehen vor, dass eine kotierte Gesellschaft einen Vergütungsausschuss, einen Prüfungsausschuss und einen Nominierungsausschuss einrichtet, dabei ist allerdings nur der Vergütungsausschuss obligatorisch, da nur dieser von der Vergütungsverordnung vorgeschrieben wird

2.5.2.1 Vergütungsausschuss (Compensation Committee)

Die Vergütungsverordnung sieht vor, dass kotierte Gesellschaften zwingend über einen Vergütungsausschuss verfügen müssen, wobei dessen Mitglieder gemäss Art. 7 Abs. 1 Vergütungsverordnung von der Generalversammlung gewählt werden. Die Vergütungsverordnung enthält aber keine Bestimmungen über Aufgaben und Zuständigkeit des Vergütungsausschusses, sondern hält in Art. 7 Abs. 4 Vergütungsverordnung nur fest, dass diese in den Statuten bestimmt werden müssen. Damit haben kotierte Unternehmen ein breites Ermessen bei der Definition des Aufgabenbereichs des Vergütungsausschusses.

Ziff. 25 des Code of Best Practice gibt einen Anhaltspunkt für die Gestaltung des Aufgabenbereichs des Entschädigungsausschusses. Diese Bestimmung sieht vor, dass der Ausschuss Regeln für die Entschädigung des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung

zu entwickeln hat und dem Verwaltungsrat entsprechend Antrag stellt. Der Code of Best Practice lässt es zu, dass weitere Aufgaben auf den Entschädigungsausschuss übertragen werden, sodass eine Gesellschaft weitere Aufgaben auf den Vergütungsausschuss übertragen kann und diesem auch ausserhalb der gemäss Art. 716a OR dem Verwaltungsrat vorbehaltenen und unübertragbaren Aufgaben Entscheidungskompetenzen einräumen kann.

Die Praxis zeigt, dass es sinnvoll ist, folgende Aufgaben an den Vergütungsausschuss zu übertragen:

- **Vergütungspolitik**
  Analyse der von der Geschäftsleitung ausgearbeiteten Vergütungspolitik für das Gesamtunternehmen und Antragstellung an den Verwaltungsrat. Diese Vergütungspolitik regelt sowohl die Bemessung der Fixlöhne wie auch Bonus-, Beteiligungs- und Optionsprogramme, d.h. alle Entschädigungen, die das Unternehmen an seine Mitarbeiter leistet und stellt sicher, dass Vergütungen im gesamten Unternehmen nach einheitlichen Grundsätzen ausgerichtet werden. Aufgrund der strategischen Bedeutung der Vergütungspolitik muss der Entscheid gemäss Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 OR beim Verwaltungsrat liegen.

- **Vergütungsbericht**
  Beratung des von der Geschäftsleitung entworfenen Vergütungsberichts mit Geschäftsleitung und HR-Verantwortlichen. Antragstellung an den Verwaltungsrat: Da die Erstellung des Vergütungsberichtes gemäss Art. 5 Vergütungsverordnung eine unübertragbare Kompetenz des Verwaltungsrates darstellt, muss auch in diesem Bereich der Endentscheid beim Verwaltungsrat liegen.

- **Bonus-, Beteiligungs- und Optionspläne**
  Beratung von konkreten Bonus-, Beteiligungs- und Optionsplänen sowie von generellen Lohnerhöhungen und Änderungen der Vorsorgepläne; direkter Entscheid oder Antragsstellung an den Verwaltungsrat.

- **Vergütung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung**
  Festlegung der konkreten Vergütung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitungsmitgliedern in einem bestimmten Jahr; direkten Entscheid oder Antragstellung an den Verwaltungsrat.

- **Vergütungen weiterer Manager**
  Genehmigung von Löhnen und Gesamtentschädigungen von Mitarbeitern, welche eine bestimmte Hierarchiestufe erreicht haben oder deren Gesamtentschädigung einen bestimmten Betrag übertrifft. In diesem Bereich wird meistens vorgesehen, dass der Vergütungsausschuss selbst entscheidet. Es ist aber auch möglich vorzusehen, dass der Verwaltungsrat entscheidet und der Vergütungsausschuss nur Antrag stellt.

– **Die Festlegung der Grundsätze der betrieblichen Vorsorge und Genehmigung der entsprechenden Vorsorgepläne**
Auch in diesem Bereich ist es möglich, vorzusehen, dass der Verwaltungsrat Entscheidungen fällt und der Vergütungsausschuss nur Antrag stellt.

Die Tätigkeit im Vergütungsausschuss bedingt nicht nur Standfestigkeit gegenüber den Entschädigungsforderungen von Top-Management und den operativ tätigen Verwaltungsratsmitgliedern, sondern erfordert von seinen Mitgliedern auch Fachkenntnisse bezüglich Entschädigungssystemen und branchenüblichen Entschädigungen. Häufig fehlen aber den unabhängigen Mitgliedern des Vergütungsausschusses gerade detaillierte Kenntnisse über die in der Branche üblichen Entschädigungszahlen, da sie normalerweise gerade nicht in der gleichen Branche tätig sind. Daher ist es in vielen Fällen sinnvoll, dass der Vergütungsausschuss Fachleute aus dem Executive Search bzw. Human Resources Bereich als Berater zuzieht, falls über die Managersaläre der Branche keine statistischen Daten existieren. Zieht das Vergütungsausschuss derartige Berater bei, muss er gemäss Ziff. 7 Anhang 1 zum Code of Best Practice die betreffenden Berater aber selbst auswählen, ihnen direkt den Auftrag erteilen und auch die Honorierung bestimmen – würden die Berater von der Geschäftsleitung oder operativ tätigen Verwaltungsratsmitgliedern ausgewählt bzw. honoriert, so wäre deren Objektivität gefährdet.

2.5.3 Prüfungsausschuss (Audit Committee)

Wenn ein Unternehmen eine gewisse Grösse erreicht hat, ist es dem Verwaltungsrat oft nicht mehr möglich, sich mit allen Fragen der Kontrolle und Aufsicht im finanziellen Bereich auseinanderzusetzen. Der Code of Best Practice sieht daher in Ziff. 23 vor, dass kotierte Gesellschaften einen Prüfungsausschuss bilden, der sich aus Verwaltungsratsmitgliedern zusammensetzt, die im Bereich Rechnungswesen fachkundig sind und selbst nicht der Geschäftsleitung angehören. Art. 24 des Code of Best Practice definiert den Wirkungs- und Aufgabenkreis des Prüfungsausschusses relativ breit:

– **Überprüfung der Revisionsfunktionen**
Der Prüfungsausschuss hat die Prüfungsprozesse der externen und internen Revision zu analysieren und sich ein Urteil über die Wirksamkeit von externer Revision und interner Revision sowie über deren Zusammenwirken zu bilden. Diese Funktion ist äusserst wichtig, da sich der Verwaltungsrat gerade in grösseren Gesellschaften sehr häufig auf das Urteil von externer und interner Revision abstützt, weil diese Revisionsorgane wesentlich mehr Zeit für die Prüfung des Rechnungswesens aufwenden als der Verwaltungsrat und entsprechend auch tiefer in die Materie eindringen. Um zu vermeiden, dass der Verwaltungsrat falsche Vorstellungen über die Arbeit der Revisionsorgane und die Qualität ihrer Feststellungen hat, muss sich das Prüfungsausschuss mit der Frage auseinandersetzen, wie tief die Analysen und Prüfungshandlungen der Prüfungsorgane tatsächlich gehen, welche Bereiche sie abdecken und wie zeitnah die entsprechenden Feststellungen sind. Diese Fragen sind eng mit dem Risikomanagement der Gesellschaft verbunden; je

umfassender und sorgfältiger die Revisionsarbeit ist, desto geringer ist das Restrisiko, das die Gesellschaft im Bereich des Rechnungswesens trägt.

- **Beurteilung des Risikomanagements und der unternehmensinternen Compliance**
  Der Prüfungsausschuss sollte sich nach dem Code of Best Practice auch ein Bild über die Funktionsfähigkeit des internen Kontrollsystems, des Risikomanagements und der Compliance machen. Genau wie die Beurteilung der Revisionsprozesse ist auch die Analyse dieser Funktionen für den Verwaltungsrat von wesentlicher Bedeutung, da sich der Verwaltungsrat im Allgemeinen in seiner Beurteilung von Risikosituationen auf die Arbeit der im Unternehmen mit diesen Funktionen betrauten Personen verlässt. Auch hier muss das Prüfungsausschuss letztlich sicherstellen, dass die Erwartungen des Verwaltungsrates im Hinblick auf die Funktion dieser Prozesse erfüllt bzw. entsprechende Korrekturen vorgenommen werden, wenn dies nicht der Fall sein sollte.

- **Analyse der finanziellen Berichterstattung**
  Der Prüfungsausschuss sollte den Einzelabschluss, eine allfällige Konzernrechnung sowie die Zwischenabschlüsse kritisch analysieren und diese mit dem Finanzchef und dem Leiter der internen Revision sowie mit dem Leiter der externen Revision besprechen. Ziel ist es, durch die Besprechung im Prüfungsausschuss ein vertieftes Verständnis dieser Abschlüsse zu erreichen und Probleme frühzeitig aufzudecken. Die Erfahrung zeigt tatsächlich, dass eine kritische Analyse der finanziellen Berichterstattung Rückschlüsse auf negative Entwicklungen ermöglicht, die von der Geschäftsleitung nicht erkannt oder zwar erkannt, aber dem Verwaltungsrat nicht offengelegt werden. Gerade für diese vertiefte Analyse ist es aber notwendig, dass sich der Prüfungsausschuss genügend Zeit nimmt und auch über genügend Fachkompetenz verfügt, um tatsächlich seine Funktion wahrzunehmen. Zur Aufdeckung bestehender Risiken ist es dabei unabdingbar, dass der Ausschuss mit Vertretern der internen und externen Revision ohne Beisein des Finanzchefs oder anderer Geschäftsleitungsmitglieder spricht, um sicherzustellen, dass die Meinungsäusserungen der entsprechenden Personen nicht durch die anwesenden Geschäftsleitungsmitglieder verfälscht werden oder dass kritische Äusserungen nicht aus Furcht vor Repressionsmassnahmen unterlassen werden.

- **Empfehlung an den Verwaltungsrat betreffend Abschlüsse**
  Aufgrund seiner Abklärung muss das Prüfungsausschuss dem Verwaltungsrat eine Empfehlung darüber abgeben, ob Einzel- und Konzernabschluss der Generalversammlung vorgelegt bzw. ob Zwischenabschlüsse veröffentlicht werden können. Kommt der Prüfungsausschuss zum Schluss, dass die Abschlüsse nicht genehmigt werden sollten, so hat es dem Verwaltungsrat nicht nur die Rückweisung der betreffenden Abschlüsse an die Geschäftsleitung zu beantragen, sondern muss auch Korrekturmassnahmen vorschlagen, um sicherzustellen, dass der betreffende Abschluss nach der Rückweisung richtig erstellt wird.

– **Verhältnis der Gesellschaft zur externen Revisionsstelle**
Das Verhältnis zwischen Geschäftsleitung und externer Revisionsstelle ist häufig problematisch: Einerseits handelt die Geschäftsleitung mit der Revisionsstelle das Honorar für die Revisionstätigkeit aus und vergibt allenfalls auch weitere lukrative Mandate; andererseits muss die Revisionsstelle die von der Geschäftsleitung aufgestellten Zahlen revidieren und tritt damit häufig in einen starken Interessensgegensatz zur Geschäftsleitung. Diese partielle Abhängigkeit der Revisionsstelle von den Entscheiden der Geschäftsleitung kann dazu führen, dass die Revisionsstelle gegenüber der Geschäftsleitung zu wenig kritisch auftritt, um Probleme in der Honorierung zu vermeiden oder um sich Zusatzmandate zu sichern. Um derartige Probleme zu vermeiden sieht der Swiss Code of Best Practice vor, dass der Prüfungsausschuss die Leistung der externen Revisionsstelle beurteilt und deren Honorar festlegt. Es obliegt auch dem Prüfungsausschuss, die Unabhängigkeit der Revisionsstelle zu überprüfen und abzuklären, ob sich aus allfälligen Beratungsmandaten, die die Revisionsstelle zusätzlich zu ihrer normalen Revisionstätigkeit ausübt, ein Konflikt mit der Revisionstätigkeit ergibt. Damit der Prüfungsausschuss diese Aufgabe wirklich wahrnehmen kann, muss es von Geschäftsleitung und Revisionsstelle verlangen, dass die gesamte Tätigkeit, die die Revisionsstelle und ihr nahe stehende Organisationen für die Gesellschaft ausüben, offengelegt wird. Dabei muss der Prüfungsausschuss gerade Mandate im Bereich der Unternehmensberatung, der Steuerberatung und der Abschlussgestaltung kritisch hinterfragen, da eine Revisionsstelle, die durch entsprechende Beratungsmandate direkt auf die Geschäftsführung bzw. die Gestaltung der finanziellen Berichterstattung Einfluss nimmt, im Normalfall bei ihren Prüfungshandlungen nicht mehr unabhängig sein kann; normalerweise wird der Revisor ja die Tätigkeit des Beraters aus der eigenen Organisation nicht desavouieren.

Die obige Aufzählung seiner Aufgaben zeigt die Bedeutung, die der Prüfungsausschuss im Rahmen der Aufsichtsfunktion des Verwaltungsrates hat: Es nimmt zentrale Aufsichtsfunktionen im Bereich der Finanzen wahr und bereitet so die Entscheidung des Verwaltungsrates über die jährliche finanzielle Berichterstattung vor. Gerade aufgrund dieser Funktion ist es unabdingbar, dass dem Prüfungsausschuss Persönlichkeiten angehören, die über entsprechende Fachkenntnisse im Bereich des Rechnungswesens bzw. der Revision verfügen und die auch die notwendige Zeit zur Erfüllung Ihrer Aufgabe aufwenden können.

2.5.4 Nominierungsausschuss (Nomination Committee)

Gemäss Ziff. 27 des Code of Best Practice hat die Aufgabe, Kriterien zur Wahl bzw. Wiederwahl von Verwaltungsratsmitgliedern festzulegen und die möglichen Kandidaten anhand dieser Kriterien zu evaluieren. Der Nominierungsausschuss soll damit eine objektive Auswahl der Verwaltungsratsmitglieder gewährleisten und sicherstellen, dass auch die bereits im Verwaltungsrat tätigen Personen nach objektiven Kriterien evaluiert werden. Diese sehr schwierige Aufgabe, die im Extremfall dazu führen kann, einem

Mitglied die Wiederwahl zu verweigern oder sogar einen Rücktritt nahezulegen, verlangt nicht nur grosse Erfahrung, sondern im Allgemeinen auch ein starkes Rückgrat. Die Solidarität und das Harmoniebedürfnis ist in einem Verwaltungsrat aufgrund seiner Funktion als Kollektivorgan erfahrungsgemäss relativ gross, weshalb es äusserst schwierig ist, einem Mitglied, das noch nicht die Altersgrenze erreicht hat, tatsächlich den Rücktritt oder den Verzicht auf die Wiederwahl nahezulegen.

Der Nominierungsausschuss hat aber vor allem auch dann eine grosse Bedeutung, wenn die Geschäftsleitung im Verwaltungsrat vertreten ist. Durch die Optimierung des Auswahlprozesses für neue Verwaltungsratsmitglieder und einen von der Geschäftsleitung unabhängigen Nominierungsausschuss soll sichergestellt werden, dass der Verwaltungsrat nicht einfach mit Mitgliedern, die der Geschäftsleitung nahestehen, besetzt wird und so seine Fähigkeit zur Kritik verliert.

2.5.4.1 Zusammensetzung von Prüfungsausschuss, Vergütungsausschuss und Nominierungsausschuss; Unabhängigkeit der Mitglieder

Die oben dargestellten Ausschüsse des Verwaltungsrats spielen im Rahmen der Corporate Governance eine sehr wichtige Rolle, da sie wie vorne dargestellt durch ihre vertiefte Auseinandersetzung mit einzelnen Themen die sorgfältige Behandlung der betreffenden Fragen durch den Verwaltungsrat sicherstellen und Interessenkonflikte vermeiden.

– **Unabhängigkeit als Voraussetzung für die Tätigkeit in Prüfungsausschuss, Vergütungsausschuss und Nominierungsausschuss**
  Damit diese Ausschüsse ihre Aufgaben richtig wahrnehmen können und Interessenkonflikte tatsächlich vermieden werden, müssen sie sich aus Verwaltungsratsmitgliedern zusammensetzen, die im Unternehmen keine exekutive Funktion übernehmen und vorzugsweise auch im Sinne von Ziff. 22 Code of Best Practice unabhängig sind. Bei Verwaltungsratsmitgliedern, die der Geschäftsleitung angehören oder in irgendeiner Weise von der Geschäftsleitung abhängig sind, besteht die Gefahr, dass sie bei ihrer Tätigkeit im Rahmen des betreffenden Ausschusses zu stark auf die Interessen der Geschäftsleitung achten, um so ihre eigenen Interessen zu schützen, was dem Zweck der Ausschüsse widerspricht.

  Der Grundsatz, dass die Ausschüsse zur Vermeidung von Interessenkonflikten aus unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern bestehen sollten, wird vom Code of Best Practice allerdings nur beim Vergütungsausschuss konsequent durchgesetzt; diesem Ausschuss dürfen gemäss Ziff. 2 Anhang 1 zum Code of Best Practice nur unabhängige Verwaltungsratsmitglieder angehören[67]. Wie vorne dargestellt, enthält die Vergütungsverordnung keine Bestimmungen über die Unabhängigkeit der Mitglieder des Vergütungsausschusses – das Erfordernis der jährlichen Wahl

[67] Aus diesem Grund werden gemäss Ziff. 1 Abs. 1 Anhang 1 zum Code of Best Practice auch die Verwaltungsratsmitglieder ausgeschlossen, die in einer Kreuzverflechtung stehen. Eine derartige Kreuzverflechtung liegt vor, wenn ein Verwaltungsratsmitglied in der Geschäftsleitung eines anderen Unternehmens tätig ist und als Geschäftsleitungsmitglied dem Verwaltungsrat des anderen Unternehmens angehört.

durch die Generalversammlung dürfte aber sicherstellen, dass nur Personen gewählt werden, welche die Aktionäre sowohl durch Unabhängigkeit wie auch durch Fachkompetenz überzeugen[68].

Beim Prüfungsausschuss verlangt der Code of Best Practice, dass dieser sich zwar aus Mitgliedern zusammensetzt, die im Unternehmen keine Exekutivfunktion haben, und dass die Mehrheit der Mitglieder unabhängig ist. Meines Erachtens wäre es aber sachgerecht, den Prüfungsausschuss allein aus unabhängigen Personen zusammenzusetzen, da Verwaltungsratsmitglieder, die von der Geschäftsleitung in irgendeiner Weise abhängig sind, gerade bei "harten" Fragen, wie z.B. grossen Impairments, die Tendenz haben könnten, auf die Interessen der Geschäftsleitung Rücksicht zu nehmen, was dem Sinn und Zweck des Prüfungsausschusses widerspricht. Viele kotierte Unternehmen gehen daher in diesem Bereich tatsächlich weiter als der Code of Best Practice und verlangen, dass alle Mitglieder des Prüfungsausschusses unabhängig sind.

Beim Nominierungsausschuss sieht der Code of Best Practice gar keine Unabhängigkeitsanforderungen vor. Dies ist meines Erachtens nicht sachgerecht, da das Ziel dieses Ausschusses, "Seilschaften" zwischen Geschäftsleitung und Verwaltungsrat zu vermeiden, nur erreicht werden kann, wenn seine Mitglieder von der Geschäftsleitung unabhängig sind. Unternehmen, die eine glaubwürdige Corporate Governance präsentieren möchten, sind deshalb gut beraten, auch diesen Ausschuss überwiegend aus unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern zusammenzusetzen.

– **Der Begriff der Unabhängigkeit**
  Als unabhängig gelten gemäss Ziff. 22 Code of Best Practice Verwaltungsratsmitglieder, die nicht in der Geschäftsleitung der Gesellschaft tätig sind bzw. in den letzten drei Jahren nicht in einer derartigen Funktion tätig waren, und die mit der Gesellschaft auch nicht als Berater, Lieferant oder Kunde in einer wesentlichen geschäftlichen Beziehung stehen. Das Erfordernis der Unabhängigkeit bezieht sich dabei nur auf die Gesellschaft und ihre Geschäftsleitung, nicht aber auf ihre Aktionäre; d.h. ein Verwaltungsrat gilt auch dann als unabhängig, wenn er von einem Aktionär abhängig ist, weil er beispielsweise Organ eines Aktionärs ist oder in einem Mandatsverhältnis mit diesem steht[69]. Diese auf die Gesellschaft konzentrierte Definition der Unabhängigkeit des Verwaltungsrats ist meines Erachtens richtig, da Grossaktionäre und ihre Vertreter im Verwaltungsrat meistens die gleichen

---

68 Auf diese Weise wird zwar vermieden, dass Personen, die selbst die Geschäfte geführt haben, die Rechnung vertieft überprüfen. Es ist aber möglich, dass Personen in diesem Ausschuss mitwirken, die nicht unabhängig sind, d.h. in einem engen Verhältnis zur Geschäftsleitung stehen oder bei der Beurteilung grosser Risiken im Rahmen des Risk Management tätig sind (z.B. Anwälte, die regelmässig für ein Unternehmen tätig sind und gleichzeitig im Verwaltungsrat einen Sitz haben).

69 Dieses Prinzip wird in Ziff. 2 Abs. 2 von Anhang 1 zum Code of Best Practice für den Vergütungsausschuss ausdrücklich festgehalten, gilt aber auch für die anderen Ausschüsse.

finanziellen Interessen verfolgen wie die übrigen Aktionäre – problematisch wird die Interessenbindung gegenüber einem Grossaktionär nur dann, wenn dieser am Unternehmen nicht nur finanzielle Interessen hat, sondern auch in engen Geschäftsbeziehungen steht. In einem derartigen Fall gilt ein Grossaktionär bzw. ein Vertreter eines Grossaktionärs aber wegen diesen geschäftlichen Beziehungen meines Erachtens nicht mehr als unabhängig im Sinne von Ziff. 22 Code of Best Practice, da die Grenze der "verhältnismässig geringfügigen geschäftlichen Beziehungen" überschritten wird.

2.5.4.2 Weitere Ausschüsse – Entwertung des Verwaltungsrats?

Gerade Unternehmen mit grossen Verwaltungsräten verfügen oft über weitere Ausschüsse, die sich mit einzelnen Aspekten der Unternehmenstätigkeit auseinandersetzen (z.B. Technologieausschuss oder Transaktionsausschuss), oder aber wesentliche Teile der Verwaltungsratstätigkeit übernehmen, wie z.B. Strategieausschüsse, die Strategien ausarbeiten bzw. von der Geschäftsleitung ausgearbeitete Strategien prüfen, oder Genehmigungs- und Präsidialausschüsse, die bei genehmigungspflichtigen Geschäften über die Genehmigung entscheiden. Derartige Ausschüsse können zwar bei grossen Verwaltungsratsgremien die Effizienz steigern, da sie schnelle Entscheide ermöglichen. Diese Ausschüsse entwerten aber die Position des Gesamtverwaltungsrats und der Mitglieder ausserhalb der Ausschüsse erheblich; die Erfahrung zeigt, dass in Unternehmen, deren Verwaltungsrat in dieser Weise strukturiert ist, die Bedeutung des Gesamtverwaltungsrats stark zurückgeht, da praktisch alle Entscheide in den Ausschüssen getroffen bzw. derart vorbesprochen werden, dass dem Verwaltungsrat überhaupt keine echte Entscheidungsfunktion mehr zukommt. Das Gleiche gilt aber auch, wenn die vom Code of Best Practice vorgesehenen Ausschüsse ausgebaut werden und ihnen Kompetenzen eingeräumt werden, welche über den relativ engen, vom Code of Best Practice gesteckten Rahmen hinausgehen. So gibt es verschiedene Unternehmen, bei denen sich die Führung sehr stark in den Prüfungsausschuss verschiebt, weil dieser alle finanziell bedeutenden Transaktionen des Unternehmens vorgängig analysiert und genehmigt[70].

Eine derartige Entwertung des Gesamtverwaltungsrats liegt letztlich nicht im Sinne einer positiven Corporate Governance und sollte vermieden werden; auch beim Einsatz von Ausschüssen muss der Verwaltungsrat seiner Verantwortung als Gesamtgremium nachkommen und alle Mitglieder in die Wahrnehmung der wesentlichen Kompetenzen einbeziehen[71]. In diesem Sinne sollte meines Erachtens die Bildung von Ausschüssen

---

[70] Der Einbezug des Prüfungsausschusses in die Genehmigung von Transaktionen ist aber auch aus der Sicht der Hauptfunktion des Prüfungsausschusses problematisch; dieser kann die finanziellen Folgen von Geschäften, bei denen er selbst die Investitionsrechnung analysiert und genehmigt hat, kaum mehr mit der notwendigen kritischen Distanz beurteilen und z.B. ein Impairment verlangen.

[71] Der Verwaltungsrat bleibt für Fehlleistungen im Bereich der Kompetenzen, die gemäss Art. 716a OR unübertragbar und unentziehbar sind, auch dann als Gesamtorgan verantwortlich, wenn er die betreffende Aufgabe einem Ausschuss übertragen hat; in diesem Bereich führt die Übertragung einzelner Kompetenzen an Ausschüsse – wie z.B. die Genehmigung der Strategie an einem Strategieausschuss – zum unerfreulichen Ergebnis, dass einzelne Verwaltungsratsmitglieder, die dem Ausschuss nicht angehören, zwar über die Strategie nicht mitentscheiden können, aber für Probleme, die aus diesen Entscheiden entstehen, genau die gleiche Verantwortung tragen, wie wenn sie sie selbst gefasst hätten.

auf die im Code of Best Practice genannten drei Ausschüsse – nämlich Prüfungsausschuss, Entschädigungsausschuss und Nominierungsausschuss – beschränkt werden, wobei auch darauf geachtet werden sollte, dass diese Ausschüsse ihre Kompetenzen nicht zu Lasten des Verwaltungsrats ausdehnen. Ist es einem Verwaltungsrat nicht möglich, sinnvoll über die Strategie der Gesellschaft zu beraten oder ist sein Sitzungsrhythmus für Entscheide bei Genehmigungsvorbehalten zu starr und erscheint daher die Bildung entsprechender Strategie- und Genehmigungsausschüsse als notwendig, so ist dies meistens ein Anzeichen dafür, dass der Verwaltungsrat entweder zu gross oder nicht richtig zusammengesetzt ist. In diesen Fällen empfiehlt es sich letztlich, den Verwaltungsrat zu verkleinern bzw. die Zusammensetzung zu ändern, sodass dieser seine Funktion wieder als Gesamtgremium wahrnehmen kann.

2.5.4.3 Anpassung der Ausschüsse an die Grösse der Gesellschaft und des Verwaltungsrats

Wie die Ausschüsse ausgestaltet und besetzt werden, liegt unter Vorbehalt der vorne dargestellten Bestimmungen der Vergütungsverordnung über den Vergütungsausschuss in der eigenen Organisationskompetenz des Verwaltungsrats. In diesem Sinne sollte die Bildung von Ausschüssen den Bedürfnissen des Unternehmens und auch den Voraussetzungen, die der Verwaltungsrat selber aufstellt, angepasst werden. So kann beispielsweise bei einer kleinen Gesellschaft, deren Verwaltungsrat sich aus drei externen Mitgliedern zusammensetzt, auf die Bildung eines Prüfungs- und eines Nominierungsausschusses verzichtet werden[72], sofern der Verwaltungsrat die Aufgaben der vom Code of Best Practice geforderten Ausschüsse selber vollumfänglich wahrnimmt. Verschiedene kotierte Gesellschaften haben bisher auch die Funktionen von Vergütungs- und Nominierungsausschuss in einem "HR-Ausschuss" zusammengelegt, da die Funktionen der beiden Ausschüsse gewisse Überschneidungen aufweisen und beide Ausschüsse von ihren Mitgliedern Kenntnisse im Human Resources Bereich verlangen. Eine derartige Kombination ist auch nach Inkrafttreten der Vergütungsverordnung noch möglich, da es nur um eine Ausdehnung der Kompetenzen des Vergütungsausschusses geht und eine derartige Kompetenzerweiterung gemäss Art. 7 Vergütungsverordnung zulässig ist – die Gesellschaft muss zu diesem Zweck nur die Aufgaben des Nominierungsausschusses auch noch in den statutarischen Kompetenzkatalog des Vergütungsausschusses aufnehmen.

2.5.5 Bildung von Ausschüssen und solidarische Haftung des Verwaltungsrats

Die Bildung von Ausschüssen ändert nichts an der Verantwortung des Verwaltungsrats im Bereich der unübertragbaren und unentziehbaren Kompetenzen im Sinne von Art. 716a OR; der Verwaltungsrat bleibt selbst dann für diese Bereiche als gesamtes Gremium verantwortlich, wenn er die Behandlung einem Ausschuss überträgt. In diesem Sinne bleibt der Verwaltungsrat beispielsweise für die Ausgestaltung des Rechnungswesens und die Erstellung der Jahresrechnung auch dann verantwortlich, wenn er

[72] Da Art. 2 Ziff. 2 und Art. 7 Vergütungsverordnung zwingend die Bildung eines Vergütungsausschusses vorsehen, muss aber in jedem Fall ein derartiger Ausschuss gebildet werden.

die Analyse der Abschlüsse einem Prüfungsausschuss übertragen hat. Ebenso verbleibt die Verantwortung für die Strategie und die Übereinstimmung von Strategie und verfügbaren Mitteln auch dann beim Verwaltungsrat, wenn dieser einen Strategie-Ausschuss für diese Fragen gebildet hat. Das Gleiche gilt auch bezüglich des Vergütungsberichts, dessen Erstellung gemäss Art. 5 Vergütungsverordnung eine unübertragbare und unentziehbare Aufgabe des Verwaltungsrats ist – wird dieser vom Vergütungsausschuss vorbereitet und geprüft, so haften dennoch alle Verwaltungsratsmitglieder gegenüber den Aktionären, wenn ein inhaltlich falscher Vergütungsbericht abgegeben wird.

In diesem Sinne können Ausschüsse im Bereich der unübertragbaren Kompetenzen immer nur vorbereitend tätig sein; Endentscheid und Verantwortung bleiben beim gesamten Verwaltungsrat. Immerhin wird mit der Bildung von Ausschüssen, die sich aus fachkundigen Verwaltungsratsmitgliedern zusammensetzen, in rechtlicher Hinsicht sichergestellt, dass für die betreffenden Aufgaben die notwendige Zeit und Sorgfalt aufgewendet werden, was das Haftungsrisiko aller Verwaltungsratsmitglieder einschränkt. Sollten die Mitglieder eines Ausschusses aber im Bereich der unübertragbaren Kompetenzen versagen, indem z.B. der Prüfungsausschuss die Abnahme einer Jahresrechnung empfiehlt, die erkennbar falsch ist und sollten sich die übrigen Verwaltungsratsmitglieder – gerade wegen der Existenz eines Prüfungsausschuss – nicht um die betreffenden Fragen kümmern, so haften alle Mitglieder gemäss Art. 754 ff. OR solidarisch für den Schaden. Nur ausserhalb der unübertragbaren Kompetenzen, wie z.B. beim Entscheid über Genehmigungsvorbehalte oder die Entschädigungen von Geschäftsleitungsmitgliedern, kann der Gesamtverwaltungsrat eine gültige Delegation zu Gunsten eines Ausschusses vornehmen und so die Haftung derjenigen Mitglieder beschränken, die nicht Mitglieder des betreffenden Ausschusses sind.

2.6 Beschränkung der Anzahl der Mandate der Verwaltungsratsmitglieder

Die Mitgliedschaft in einem Verwaltungsrat ist typischerweise keine hauptberufliche Tätigkeit, sondern wird meist als Teilzeitaufgabe neben anderen Tätigkeiten ausgeübt[73]. Dennoch ist die Verwaltungsratstätigkeit mit einem erheblichen Zeitbedarf verbunden – die Mitglieder des Verwaltungsrats müssen nicht nur an den Sitzungen teilnehmen, sondern diese auch seriös vorbereiten. Dies führt je nach Grösse und Komplexität des Unternehmens zu einem gesamten Zeitbedarf von 15-30 Tagen pro Jahr. Der Aufwand ist für den Präsidenten des Verwaltungsrates, der die Sitzungen vorbereiten und mit der Geschäftsleitung ständig in Kontakt stehen muss, um den Informationsfluss sicherzustellen, um einiges höher und erreicht je nach Grösse des Unternehmens und Aufgabenteilung zwischen Verwaltungsratspräsident und Geschäftsleitung 30-50%. Der zeitliche Aufwand steigt aber auch, wenn ein Mitglied einem Ausschuss angehört, da dies zu einer erhöhten Zahl von Sitzungen führt und auch entsprechend mehr Vorbereitungsarbeit

[73] Eine Ausnahme bilden Delegierte, die aufgrund ihrer Geschäftsführungsposition normalerweise hauptberuflich angestellt sind. In grossen Gesellschaften ist oft auch der Verwaltungsratspräsident hauptberuflich für das Unternehmen tätig oder im Rahmen einer festen Position von 30-70%.

erfordert. Da sich die Tätigkeit des Verwaltungsrates nach den Bedürfnissen der Gesellschaft richten muss, müssen die Mitglieder mit einer höheren Anzahl von Sitzungen und einer entsprechend stärkeren zeitlichen Belastung rechnen, wenn ein Unternehmen in Schwierigkeiten gerät. Verwaltungsratsmitglieder müssen daher immer eine gewisse "Zeitreserve" vorhalten, um in derartigen Situationen richtig zu reagieren.

Die Qualität der Beiträge, die ein Verwaltungsratsmitglied im Rahmen dieses Gremiums leisten kann, hängt zu einem grossen Teil davon ab, ob er die für die Ausübung seines Amtes notwendige Zeit tatsächlich aufbringen kann – hat ein Verwaltungsratsmitglied neben seinem Mandat noch viele oder umfangreiche weitere Verpflichtungen, so wird dies notgedrungen dazu führen, dass es seinem Verwaltungsratsmandat nicht die notwendige Aufmerksamkeit widmen kann.

Obwohl die Zahl der Verwaltungsratsmandate, die eine Person ausübt, einen Einfluss auf die zeitliche Verfügbarkeit hat, beschränken Aktienrecht und Vergütungsverordnung – im Gegensatz zum deutschen Recht[74] – die Anzahl der Mandate, die eine einzelne Person ausüben kann, nicht. Art. 12 Vergütungsverordnung sieht aber vor, dass die Statuten kotierter Gesellschaften festlegen müssen, wie viele Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmandate ein Mitglied des Verwaltungsrats bzw. der Geschäftsleitung ausserhalb des Unternehmens haben kann. Diese Bestimmung verlangt, dass die Höchstzahl der Mandate einer einzelnen Person in den Statuten entweder direkt bestimmt oder bestimmbar[75] ist[76]. Damit obliegt es jeder Gesellschaft selbst, eine Obergrenze festzulegen, um sicherzustellen, dass ihre Verwaltungsratsmitglieder nicht zu viele Mandate ausüben und deshalb zu wenig Zeit für das Mandat beim Unternehmen selbst haben. Welche Zahl für ein Unternehmen sinnvoll ist, muss sich letztlich am Zeitbedarf orientieren, der mit dem Mandat beim Unternehmen selbst verbunden ist, und sollte auch in einer vernünftigen Relation zur Entschädigung stehen, die ausbezahlt wird. Da jede Gesellschaft die Anzahl der zulässigen Mandate autonom festlegen kann, ist für eine Person, die in mehreren Verwaltungsräten tätig ist, letztlich diejenige Gesellschaft entscheiden, welche die geringste Zahl angibt – dies definiert dann für die betroffene Person die maximal zulässige Anzahl von Mandaten.

Meines Erachtens dürfte aufgrund dieser Parameter für gewöhnliche Verwaltungsratsmitglieder eine Höchstzahl von 7-15 weiteren Mandaten sinnvoll sein, wobei für den Verwaltungsratspräsidenten bei einem festen Teilzeitpensum auch eine geringere Zahl vorgesehen werden kann. Auch bei Geschäftsleitungsmitgliedern und Verwaltungsratsmitgliedern, die als Delegierte diese Funktion ausüben, kann eine wesentlich geringere Zahl von 2-3 weiteren Mandaten festgelegt werden, da die Geschäftsleitungsmitglieder

---

74 Gemäss § 100 Abs. 2 AktG darf ein Aufsichtsratsmitglied in Deutschland höchstens bei 10 Gesellschaften eine Aufsichtsratsfunktion ausüben, wobei die Position des Vorsitzenden doppelt zählt.

75 Bestimmbar ist die Höchstzahl, wenn die Höchstzahl aufgrund der Statuten ausgerechnet werden kann, diese aber von verschiedenen Faktoren wie insbesondere der Tätigkeit als Verwaltungsratspräsident, als Ausschussmitglied oder vom Charakter der Organisation (karitativ oder wirtschaftlich) abhängig ist.

76 Praxismitteilung des Eidgenössischen Handelsregisteramtes vom 20. November 2013 Ziff. 2.3.2.

grundsätzlich ja 100% ihrer Zeit dem Unternehmen widmen sollten. Bei der Geschäftsleitung ist es zusätzlich zu dieser statutarischen Begrenzung aber wie bisher möglich, im Arbeitsvertrag vorzusehen, dass jede Tätigkeit für andere Organisationen der Zustimmung des Verwaltungsrats bedarf. Bei einer derartigen arbeitsvertraglichen Regelung kann der Verwaltungsrat dann im individuellen Fall abschätzen, ob eine Nebentätigkeit eines Geschäftsleitungsmitglieds zu einer zeitlichen Überbeanspruch des betreffenden Managers führt oder aus anderen Gründen[77] für das Unternehmen ungünstig ist.

Die Beschränkung der weiteren Mandate von Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitgliedern ist allerdings eine relativ oberflächliche Massnahme, um sicherzustellen, dass Verwaltungsratsmitglieder genügend Zeit für die Ausübung ihres Mandates aufbringen können. Entscheidend ist letztlich nicht die Anzahl anderer Mandate, sondern die zeitliche Beanspruchung, die mit diesen verbunden ist. Die Tätigkeit als Verwaltungsrat kleinerer und mittlerer Unternehmen ist oft sehr wenig zeitintensiv, sodass ein Verwaltungsrat einer kotierten Gesellschaft relativ viele derartige Mandate führen kann, ohne dass die Qualität seiner Tätigkeit abnimmt. Die hauptberufliche Tätigkeit als Geschäftsleitungsmitglied eines komplexen Unternehmens schliesst dagegen häufig bereits jede andere Tätigkeit als Verwaltungsrat bei einer kotierten Gesellschaft aus, sodass bereits ein zweites Mandat zu viel ist[78].

Letztlich lässt sich in diesem Bereich die Selbstverantwortung, welche Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitglieder bezüglich der Erfüllung ihrer Funktionen haben, nicht durch quantitative Beschränkung im Gesetz oder Statuten ersetzen. Ein Verwaltungsrat und ein Geschäftsleitungsmitglied müssen gemäss Art. 717 OR genügend Zeit für ihr Mandat aufbringen, um ihre Aufgaben mit der notwendigen Sorgfalt erledigen zu können. Sie müssen daher selbst abwägen, welche Mandate und welche Anzahl von Mandaten sie in sorgfältiger Weise bewältigen können, was meist viel stärker von der Intensität des Mandates als von der Anzahl der Mandate abhängt. Diese Selbstverantwortung von Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitgliedern hat auch in der bundesgerichtlichen Praxis seinen Niederschlag gefunden – der Zeitmangel eines Verwaltungsratsmitgliedes stellt nach der Praxis des Bundesgerichts keine Entschuldigung für eine Verletzung der Sorgfaltspflicht dar. Das Bundesgericht geht im Gegenteil davon aus, dass ein Verwaltungsrats- oder Geschäftsleitungsmitglied ein "Übernahmeverschulden" hat, wenn es Mandate annimmt, deren zeitliche Beanspruchung es nicht erfüllen kann.

3. Die Geschäftsleitung

Der Code of Best Practice enthält kaum Aussagen über die Geschäftsleitung; Ziff. 11 Code of Best Practice hält nur fest, dass der Verwaltungsrat für eine klare Abgrenzung der Kompetenzen zwischen Geschäftsleitung und Verwaltungsrat selbst bzw. zwischen

---

77 Insbesondere Interessenkonflikte und Reputationsprobleme.

78 In der Praxis müssen Unternehmer oder Top-Manager die neben ihrer Haupttätigkeit noch im Verwaltungsrat einer kotierten Gesellschaft sind, zurücktreten, wenn ihr eigenes Unternehmen in eine kritische Phase gerät.

den einzelnen Mitgliedern der Geschäftsleitung zu sorgen hat. In diesem Sinne wird von einem kotierten Unternehmen eine klare Führungsstruktur erwartet, die auch im Corporate Governance Teil des Jahresberichtes dargestellt werden muss. Die Ausgestaltung der Führungsstruktur hängt dabei natürlich sehr stark von der Tätigkeit des Unternehmens und seinen konkreten Bedürfnissen ab, weshalb keine allgemein gültige Führungsstruktur für Publikumsgesellschaften existiert. Die Führungsorganisation sowie die Kompetenzabgrenzung zwischen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung müssen im Organisationsreglement der Gesellschaft festgehalten werden.

Wie vorne dargestellt, ist die Abgrenzung der Kompetenzen von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat und die klare Regelung dieser Fragen in einem Organisationsreglement aber gemäss Art. 716b OR in Verbindung mit Art. 754 Abs. 2 OR auch unabdingbare Voraussetzung für die Einschränkung der Haftung des Verwaltungsrats. Nur wenn die Geschäftsführungskompetenz in einem Organisationsreglement klar auf die Geschäftsführung übertragen wird, kann der Verwaltungsrat seine Verantwortung für die operative Geschäftsleitung auf die Auswahl, Überwachung und Instruktion der Geschäftsleitung beschränken; ohne klare Kompetenzaufteilung bleibt der Verwaltungsrat dagegen vollumfänglich für die operative Geschäftsführung verantwortlich und haftet solidarisch mit der Geschäftsleitung, wenn in diesem Bereich haftungsrelevante Fehler gemacht werden.

4. Die Revisionsstelle

Kotierte Unternehmen unterliegen gemäss Art. 727 OR zwingend der ordentlichen Revision, wobei sie gemäss Art. 727b OR nur von einem staatlich beaufsichtigten Revisionsunternehmer revidiert werden können.

4.1 Aufgabe und Funktion der Revisionsstelle

Die Revisionsstelle hat gemäss Art. 728a OR die Aufgabe, die handelsrechtliche Jahresrechnung des Unternehmens und – sofern die Gesellschaft eine konsolidierte Rechnung erstellt – auch die konsolidierte Jahresrechnung zu prüfen. Die Revisionsstelle hat damit eine beschränkte und letztlich retrospektive Aufgabe. Sie überprüft lediglich die unter der Verantwortung des Verwaltungsrats erstellte Jahresrechnung[79] nach den anwendbaren Buchhaltungs- bzw. Revisionsstandards und prüft die Übereinstimmung von Büchern und Belegen sowie die Plausibilität von Bewertungen. Sie prüft dagegen nicht die Zweckmässigkeit bzw. die Qualität der Geschäftsleitungsentscheide. Gerade bei Publikumsgesellschaften gehen die Erwartungen der Publikumsaktionäre allerdings weit über diesen beschränkten Aufgabenbereich der Revisionsstelle hinaus; die Aktionäre erwarten häufig, dass die Revisionsstelle praktisch Garant für die Qualität der Geschäftsführung ist. Dieser "Expectation Gap" führt beim Misserfolg eines Unternehmens oft dazu, dass Aktionäre und auch Medien die Revisionsstelle für den Misserfolg verantwortlich

[79] Gemäss Art. 716a Abs. 1 Ziff. 3 OR ist der Verwaltungsrat für das Rechnungswesen und damit auch für die Erstellung der Jahresrechnung verantwortlich. Die Revisionsstellen bringen dies auch in ihrem Revisionsbericht gemäss dem von der Treuhandkammer empfohlenen Mustertext zum Ausdruck.

machen, ohne dass für eine derartige Verantwortung eine rechtliche Basis bestehen würde[80].

Der Verwaltungsrat muss sich immer im Klaren sein, dass er die primäre Pflicht für das Rechnungswesen trägt, und nicht die Revisionsstelle – er hat die Pflicht, die Jahresrechnung zu erstellen bzw. dafür zu sorgen, dass diese von der Geschäftsleitung erstellt wird; die Prüfung durch die Revisionsstelle ist dieser Aufgabe immer nachgeordnet[81]. Dies zwingt gerade den Verwaltungsrat einer kotierten Gesellschaft dazu, das Rechnungswesen optimal zu organisieren und auch ein internes Kontrollsystem durchzusetzen, das die Qualität des Rechnungswesens und jene der Erstellung der Abschlüsse sicherstellt.

4.2 Die Unabhängigkeit der Revisionsstelle

Die für den Aktionär zentrale Funktion der Revisionsstelle, im Rahmen des Rechnungswesens Probleme aufzudecken, die von der Geschäftsleitung bzw. dem Verwaltungsrat übersehen oder sogar verdeckt worden sind, kann die Revisionsstelle nur erfüllen, wenn sie tatsächlich von diesen Organen unabhängig ist. Art. 728 OR sieht daher vor, dass die Revisionsstelle unabhängig sein muss und dass ihre Unabhängigkeit weder tatsächlich noch dem Anschein nach beeinträchtigt sein darf. Art. 728 Abs. 2 OR verlangt weiter, dass die Organe der Revisionsstelle sowie die Personen, die an der Revision mitarbeiten, weder eine Entscheidungsfunktion bei der Gesellschaft haben noch an dieser beteiligt sein dürfen. Auch die Annahme von Geschenken und eine besonders enge Beziehung des leitenden Revisors mit einem Organ der Gesellschaft oder einem Aktionär schliessen die Revisionstätigkeit aus. Wesentlich ist aber auch, dass das Revisionsmandat selbst nicht dazu führen darf, dass die Revisionsgesellschaft in eine wirtschaftliche Abhängigkeit von der Gesellschaft gerät – das Honorarvolumen aus einem einzelnen Auftrag darf daher 10% des gesamten Honorarvolumens einer Revisionsgesellschaft nicht überschreiten[82].

Um eine funktionsfähige Revision sicherzustellen, verbietet Art. 728 Abs. 2 Ziff. 4 OR der Revisionsstelle, an der Buchführung der Gesellschaft mitzuwirken oder andere Dienstleistungen zu erbringen, die dazu führen können, dass die Revisionsstelle eigene Arbeiten überprüft. Daher sollte der Verwaltungsrat vermeiden, dass die Revisionsstelle

---

80 Kurz zusammengefasst ist die Revisionsstelle nur dafür verantwortlich, dass das erreichte Ergebnis in der Bilanz und in der Jahresrechnung richtig dargestellt wird, hat aber für dieses Ergebnis selbst keinerlei Verantwortung. Beim Misserfolg einer Gesellschaft ist die Revisionsstelle daher nur dafür verantwortlich, dass dieser Misserfolg auch richtig dargestellt wird, trägt aber bezüglich des Misserfolges selbst keinerlei Verantwortung.

81 Diese rechtliche Konzeption der Verantwortung von Verwaltungsrat und Revisionsstelle für die Jahresrechnung widerspricht allerdings gerade bei grossen Gesellschaften der Realität – der Verwaltungsrat setzt sich meist nur in beschränktem zeitlichen Umfang mit der Erstellung der Jahresrechnung und ihrer Überprüfung auseinander, während die Revisionsstelle die Jahresrechnung mit sehr hohem Zeitaufwand (und meistens wesentlich höherem Honorar) im Detail prüft.

82 Diese Bedingung hat den Nebeneffekt, dass kleinere und mittlere Revisionsgesellschaften von der Revision von Publikumsgesellschaften faktisch ausgeschlossen sind – statistische Erhebungen zeigen, dass bei kotierten Gesellschaften in der Schweiz praktisch nur die "Big Four" und vereinzelt noch BDO als Revisionsstelle amten. Diese Konzentration von Mandaten stellt letztlich aus volkswirtschaftlicher Sicht ein gewisses Klumpenrisiko dar.

bei ihrer Revisionstätigkeit für das Unternehmen im Bereich der Steuerplanung, der Rechtsberatung oder sogar der Unternehmens- oder EDV-Beratung tätig wird, da Tätigkeiten in diesen Bereichen immer dazu führen, dass die Revisionsstelle letztlich die Ergebnisse der eigenen Tätigkeit oder Risiken, die sich aus der eigenen Tätigkeit ergeben, prüfen muss[83]. Überdies führen derartige Aufträge auch zu einem gewissen Abhängigkeitsverhältnis von der Geschäftsleitung, da diese typischerweise derartige Aufträge vergibt und auch das Honorar vereinbart. Der Verwaltungsrat bzw. der Prüfungsausschuss sollten daher grundsätzlich vermeiden, dass der Revisionsstelle Aufträge erteilt werden, die ausserhalb der Revisionstätigkeit liegen. Zusatzaufträge für die Revisionsgesellschaft sollten sich vielmehr auf Spezialrevisionen bzw. revisionsnahe Dienstleistungen beschränken.

[83] Vgl. Ziff. 24 Code of Best Practice, der ausdrücklich vorsieht, dass der Prüfungsausschuss die Vereinbarkeit der Revisionstätigkeit mit allfälligen Beratermandaten der Gesellschaft überprüfen muss.

C. Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung

Die Frage der Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung ist zur zentralen Frage der Corporate Governance geworden und ist auch zentraler Punkt von Minder Initiative und Vergütungsverordnung. Die Vergütungsverordnung beschränkt die absolute Höhe der Vergütung von Verwaltungsräten und Geschäftsleitungsmitglieder nicht, regelt aber deren Bestimmung und verbietet einzelne Entschädigungskomponente.

- *Leistungsabhängige Vergütungen, d.h. Bonuszahlungen dürfen nur ausgerichtet werden, wenn dies in den Statuten vorgesehen wird, wobei sich die betreffenden Vergütungen nach den statutarischen Bestimmungen richten müssen. Das Gleiche gilt für die Zuteilung von Beteiligungspapieren, Wandel- und Optionsrechten.*
- *Der Verwaltungsrat muss den Aktionären jährlich einen Vergütungsbericht vorlegen, in dem sämtliche Vergütungen, die an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung ausgerichtet werden, aufgeführt werden müssen. Bei den Mitgliedern des Verwaltungsrates sind die individuellen Beträge anzugeben, bei den Mitgliedern der Geschäftsleitung nur der Gesamtbetrag sowie der höchste individuelle Betrag. Als Vergütung gilt dabei jede geldwerte Leistung, welche die Gesellschaft den betreffenden Personen zukommen lässt (Salär- und Bonuszahlungen, Provisionen, Sachleistungen, Optionen, verbilligte Aktien, etc.).*
- *Die konkreten Zahlungen an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung müssen von der Generalversammlung genehmigt werden, wobei die Statuten die Art der Abstimmung festlegen. Die entsprechende Regelung muss eine jährliche Abstimmung vorsehen, die bindend ist und jeweils für die Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung gesondert erfolgt. Lehnt die Generalversammlung die Auszahlung ab, so haben die betreffenden Personen keinen Anspruch auf eine Entschädigung. Der Verwaltungsrat kann aber eine neue Generalversammlung einberufen und dieser Anträge mit tieferen Beträgen vorlegen. Individuell können die betroffenen Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitglieder bei einer Einstellung der Lohnzahlungen ihre Arbeitsverträge fristlos kündigen oder mindestens bis zur Wiederaufnahme der Zahlungen ihre Arbeit einstellen.*
- *Wir empfehlen eine Regelung, bei der die Generalversammlung über die fixe Basisentschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung für die Zeitperiode vom 1.7. bis zum 30.6. des Folgejahres entscheidet und dem Verwaltungsrat zusätzlich ein Budget für Bonuszahlungen zur Abgeltung der Leistungen vom Verwaltungsrat und Geschäftsleitung im laufenden Jahr einräumt. Auf diese Art können einerseits Rechtssicherheit für Manager und Verwaltungsrat und andererseits auch Mitspracherechte der Aktionäre auf vernünftige Weise kombiniert werden. Eine Gesellschaft, die angelsächsische Investoren und Proxy-Advisors zufriedenstellen möchte, kann noch zusätzlich eine Konsultativabstimmung über den Vergütungsbericht vorsehen, damit die Aktionäre ihre Meinung über die Ermessensentscheide des Verwaltungsrates zur leistungsabhängigen Vergütung äussern können.*
- *Die Vergütungsverordnung verbietet im Weiteren folgende Zahlungen:*
  - *Abgangsentschädigen; die Abrechnung früher erworbener Ansprüche und Rechte (insbesondere Vested Options and Deferred Bonuses), die Zahlung des Salärs während der Kündigungsfrist und die Abgeltung von Beratungsdienstleistungen und eines Konkurrenzverbotes sind aber zulässig.*
  - *Vorauszahlung des Lohnes; die Zahlung einer Entschädigung für die Ansprüche, die eine Person aufgrund der Kündigung ihrer letzten Stelle verloren hat (Verlust von Deferred Bonuses und Non-vested Options) ist aber zulässig.*
  - *Provisionen und Bonuszahlungen für den Kauf oder Verkauf von Unternehmen.*
  - *Leistungen von Vergütungen, deren Auszahlungen nicht von der Generalversammlung genehmigt wurden.*

1. Die Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung als entscheidende Herausforderung der Corporate Governance

Die Einrichtung eines Kompensationssystems, welches die Interessen des Managements mit den Interessen der Publikumsaktionäre auf eine Linie bringt und zu Entschädigungen führt, die sich in der Öffentlichkeit und vor den Aktionären vertreten lassen, ist eine der grossen Herausforderungen der Corporate Governance. Probleme in diesem Bereich entstehen letztlich, weil sich Management und Verwaltungsrat normalerweise aufgrund ihrer Führungsrolle sehr nahe stehen und bei der Festlegung ihrer eigenen Saläre in einen Interessenkonflikt mit den Aktionären geraten.

Während Management und Verwaltungsrat bei den ihnen untergeordneten Führungsstufen und bei den Mitarbeitern ausserhalb des Managements normalerweise für eine vernünftige Beschränkung der Saläre sorgen und damit die Interessen der Aktionäre verfolgen, wechselt die Optik beim eigenen Salär; Manager sehen sich weniger als Kostenfaktor, sondern vielmehr als wesentlichen Erfolgsfaktor im Unternehmen und verlangen entsprechend eine diesem Erfolg angemessene Entschädigung. In einer derartigen Situation kann sich zwischen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung eine Eigendynamik entwickeln, die zur gegenseitigen Genehmigung immer höherer Bezüge führt. Wenn dadurch in einem Unternehmen Top-Management und Verwaltungsrat unüblich hohe Saläre beziehen, so entsteht bei den Aktionären der Eindruck, dass ihre Interessen völlig vernachlässigt werden und Top-Management bzw. Verwaltungsrat im kleinen Kreis eine "Selbstbedienungsmentalität" entwickelt haben. Dieser Interessenkonflikt bzw. die Bereicherung des Managements auf Kosten der Aktionäre wird in der Literatur als Teil des "Agency-Problems" betrachtet – die Personen, welche im Interesse der Aktionäre das Unternehmen leiten sollten, verfolgen aufgrund ihrer Position zum Teil eigene finanzielle Interessen und verursachen auf diese Weise Kosten, die nicht anfallen würden, wenn die Aktionäre – wie bei privatgehaltenen Gesellschaften üblich – die Geschäfte selber führen oder wenigstens beaufsichtigen würden[84].

Eine positive Corporate Governance muss diesen Interessenkonflikt bei der Festlegung der Entschädigung von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat vermeiden bzw. so kanalisieren, dass die Interessen der Gesellschaft und der Aktionäre auch bei der Festsetzung der Saläre dieser Organe adäquat geschützt werden und sich die Aktionäre darauf verlassen können, dass in diesem Prozess die Mittel der Gesellschaft nicht verschwendet werden bzw. dass die Agency-Costs möglich gering sind. Die Verbesserung des Schutzes der Aktionäre vor Vergütungen, die über eine faire und marktbezogene Leistungsabgeltung hinausgehen, ist der Hauptzweck von Art. 95 Abs. 3 BV und der Vergütungsverordnung. Diese sehen zu diesem Zweck organisatorische Massnahmen vor, die den Aktionären die Möglichkeiten geben, selbst über die Vergütung von Geschäftsführung und Verwaltungsrat zu entscheiden und verbieten überdies auch gewisse Arten der Entschädigung. Unabhängig von Art. 95 Abs. 3 BV und Vergütungsverordnung enthält der Code of Best Practice ebenfalls Bestimmungen mit ähnlicher Zwecksetzung über die

[84] Diese Kosten werden im Allgemeinen als Agency-Costs bezeichnet.

Tätigkeit des Vergütungsausschuss und materielle Kriterien zur Festlegung von Entschädigungen:

2. Statutarische Grundlagen für Leistungen an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung

Art. 12 Abs. 2 Vergütungsverordnung sieht vor, dass bestimmte Leistungen an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung nur ausgerichtet werden dürfen, wenn dies in den Statuten ausdrücklich vorgesehen wird. Der entsprechende Katalog notwendiger Statutenbestimmungen zeigt, dass letztlich ohne statutarische Grundlagen nur ein fixer bzw. vom Zeitaufwand abhängiger Lohn ausbezahlt werden kann. Der Fixlohn, der entweder pauschal oder in Abhängigkeit vom Zeitaufwand bezahlt wird, gilt nicht als leistungsabhängige Vergütung im Sinne von Art. 12 Abs. 2 Ziff. 2 Vergütungsverordnung. Dementsprechend fällt auch die Auszahlung von Überstunden unter den Begriff des Fixlohns und stellt keine leistungsabhängige Vergütung dar, wobei dessen Höhe, wie unten dargestellt, vom Entscheid der Generalversammlung abhängig ist.

Im Einzelnen benötigen gemäss Art. 12 Abs. 2 Vergütungsverordnung folgende Leistungen an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung einer statutarischen Grundlage:

– **Leistungsabhängige Vergütungen**
  Gemäss Art. 12 Abs. 2 Ziff. 2 Vergütungsverordnung müssen die Grundsätze für leistungsabhängige Vergütungen an die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung in einer Statutenbestimmung beschrieben werden. Als leistungsabhängige Vergütung gilt eine Vergütung, die über den Fixlohn hinaus bezahlt wird. Dementsprechend werden Bonuszahlungen, die aufgrund der Erreichung individueller, quantitativer oder qualitativer Ziele oder aufgrund des finanziellen Erfolgs des Unternehmens oder einzelner Bereiche bezahlt werden, erfasst.

  Die Formulierung der Verordnung zeigt, dass nicht alle Details leistungsabhängiger Vergütungen geregelt werden müssen. Es genügt vielmehr, wenn die Grundsätze, nach denen sich leistungsabhängige Vergütungen richten, in einer Statutenbestimmung festgehalten werden. M.E. sollte eine derartige Bestimmung daher das Ziel der Entschädigung sowie die Parameter der Bemessung beschreiben. Als Ziel der Entschädigung kann z.B. die adäquate und mit anderen Unternehmen wettbewerbsfähige Entlöhnung für gute und erfolgreiche Arbeit sowie Motivation für zusätzliche Tätigkeit aufgeführt werden. Sinnvolle Parameter für die Bemessung der individuellen Zahlung sind dabei der individuelle Arbeitsaufwand, die Erreichung der vom Verwaltungsrat vorgegebenen qualitativen und quantitativen Ziele sowie der Erfolg des Unternehmens bzw. der vom betreffenden Geschäftsleitungsmitglied geleiteten Bereiche.

  Dem Verwaltungsrat obliegt es dann in dem Rahmen, der von den Statuten festgelegt wird, die individuelle Vergütung zu bestimmen. Der Verwaltungsrat hat dabei ein relativ grosses Ermessen. Dieses unterliegt aber wiederum der Kontrolle durch die Aktionäre, da diese die Gesamtsumme der variablen Vergütung gemäss Art. 18 Vergü-

tungsverordnung genehmigen müssen und deshalb einschreiten können, wenn der Verwaltungsrat ihrer Meinung nach zu grosszügig vorgeht.

– **Zuteilung von Beteiligungspapieren, Wandel- und Optionsrechten**
Beteiligungs- und Optionspläne für Verwaltungsrat und Geschäftsleitung haben den Zweck, für diese Personen einen finanziellen Anreiz zu schaffen, der parallel zu den Interessen der Aktionäre verläuft – letztlich führen derartige Pläne dazu, dass die begünstigten Personen genau wie die Aktionäre ein starkes Interesse an einer Steigerung des Börsenkurses haben.

  Will ein Unternehmen Geschäftsleitung und Verwaltungsrat derartige Pläne offerieren, so muss es gemäss Art. 12 Abs. 2 Ziff. 3 Vergütungsverordnung in den Statuten eine entsprechende Grundlage schaffen, in der die Grundsätze für die Zuteilung von Beteiligungspapieren sowie Wandel- und Optionsrechte beschrieben werden. Gemäss dieser Bestimmung ist es nicht notwendig, dass die betreffenden Pläne in den Statuten im Detail geregelt werden. Es genügt, wenn festgehalten wird, dass der Verwaltungsrat grundsätzlich derartige Pläne erlassen kann und die materiellen Grundprinzipien, nach denen sich diese Pläne richten, müssen festgehalten werden: So sollte festgehalten werden, wie die Gesellschaft ihre Verpflichtungen aus derartigen Plänen decken kann, d.h. aus bedingtem Kapital oder zurückgekauften eigenen Aktien, ob die betreffenden Aktien und Optionen zum Verkehrswert verkauft oder zu einem tieferen Preis abgegeben werden können[85], ob der Ausübungspreis bei Optionen über oder auch unter dem Kurs im Ausgabezeitpunkt liegen kann, inwieweit die von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat abgegebenen Beteiligungspapiere und Optionen von Bedingungen abhängig sind[86] und ob diese während einer bestimmten Anzahl Jahren im Sinne einer Sperrfrist gehalten werden müssen. Der Verwaltungsrat hat dann die Kompetenz, in diesem Rahmen Beteiligungs- und Optionspläne zu gestalten und Verwaltungsrats- bzw. Geschäftsleitungsmitglieder Beteiligungen und Optionen zuzuteilen. Dieses Ermessen wird allerdings dadurch begrenzt, dass die entsprechende Zuteilung als Teilvergütung gemäss Art. 18 Vergütungsverordnung von den Aktionären genehmigt werden muss, sodass diese eingreifen können, wenn sie der Ansicht sind, dass der Verwaltungsrat zu grosszügig vorgeht.

– **Die Gewährung von Darlehen und Krediten**
Will eine Gesellschaft den Mitgliedern des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung Darlehen gewähren, so setzt dies gemäss Art. 12 Abs. 2 Ziff. 1 Vergütungsverordnung eine Statutenbestimmung voraus, die den Verwaltungsrat nicht nur ermächtigt, Darlehen zu gewähren, sondern auch die Maximalhöhe derartiger Darlehen festlegt, wobei es m.E. möglich ist, entweder einen absoluten

---

85 Da die Abgabe von Optionen und Beteiligungspapieren zu einem Preis, der unter dem Verkehrswert liegt, eine Vergütung darstellt, muss diese dann allerdings, wie hinten dargestellt, von der Generalversammlung genehmigt werden.

86 Häufig wird vorgesehen, dass ein fester Rechtsanspruch der berechtigten Person erst entsteht, wenn das Arbeitsverhältnis während einer bestimmten Zeit fortgesetzt worden ist und in dieser Zeit bezüglich Gewinn auch gewisse Minimalziele erreicht werden (Vesting).

Höchstbetrag anzugeben oder auch einen Prozentsatz der Gesamtvergütung der entsprechenden Person als Maximalbetrag zu definieren[87].

– **Rentenzahlungen**
  Gemäss Art. 12 Abs. 2 Ziff. 3 Vergütungsverordnung bedürfen auch Rentenzahlungen des Unternehmens an Mitglieder von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung einer statutarischen Grundlage, wobei nicht nur das Prinzip, sondern auch der Maximalbetrag angegeben werden müssen. Diese Bestimmung bezieht sich allerdings nur auf Zahlungen des Unternehmens selber, nicht aber auf Zahlungen einer Pensionskasse oder einer Versicherung. Zu derartigen direkten Vorsorgezahlungen des Unternehmens zugunsten von Verwaltungsräten und Managern kommt es allerdings im Allgemeinen nur dann, wenn sich einzelne Verwaltungsrats- oder Geschäftsleitungsmitglieder aus rechtlichen Gründen der Pensionskasse nicht anschliessen können und auch keine Versicherungslösung möglich ist. Dieser Fall kann eintreten, wenn ein Mitglied des Verwaltungsrates bzw. der Geschäftsleitung in einem Land Wohnsitz und primären Arbeitsort hat, das keine der Schweizerischen Pensionskasse ähnlichen Lösung vorsieht und auch keine Versicherungslösung erlaubt. In diesem Falle in den Statuten die Möglichkeit einer derartigen Zahlung vorgesehen werden und auch ein Höchstbetrag definiert werden, der entweder als absoluter Betrag oder besser als Prozentsatz der in den letzten Jahren vor der Beendigung des Arbeitsverhältnisses ausbezahlten Vergütung bestimmt wird. Derartige Fälle dürften aber selten sein, da es meistens möglich ist, eine Versicherungslösung zu finden. In diesem Fall stellen die Prämien, welche die Gesellschaft zahlt, jährliche Vergütungen dar – Art. 12 Abs. 2 Ziff. 3 Vergütungsverordnung ist aber nicht anwendbar, sodass keine Statutenbestimmung notwendig ist.

– **Zusatzbeträge für die fixe Vergütung von Geschäftsleitungsmitgliedern, die nach der ordentlichen Generalversammlung angestellt werden**
  Wie hinten in dargestellt, kann ein kotiertes Unternehmen gemäss Art. 18 Vergütungsverordnung nur in dem Rahmen Saläre an Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitglieder auszahlen, in dem dies von der Generalversammlung genehmigt wird. Werden während des Jahres zusätzliche Geschäftsleitungsmitglieder angestellt, so wird der beschlossene Betrag im Normalfall nicht ausreichen, um neben den bereits bisher tätigen Personen auch noch die neuen Mitglieder der Geschäftsleitung zu entlöhnen. Um dem Verwaltungsrat in diesem Bereich eine gewisse Flexibilität zu geben, muss dieses zusätzliche Entgelt für neue Geschäftsleitungsmitglieder gemäss Art. 19 Vergütungsverordnung in den Statuten definiert werden. Dabei kann m.E. entweder ein absoluter Betrag oder aber ein Prozentsatz der Gesamtvergütung, die der Geschäftsleitung ausbezahlt wird, angegeben werden.

[87] Ein derartiger relativer Höchstbetrag ist m.E. sinnvoll, da die Sicherheit für derartige Darlehen letztlich in der Möglichkeit besteht, diese mit den Vergütungsansprüchen zu verrechnen.

– **Die Dauer der Arbeitsverträge für Mitglieder der Geschäftsleitung**
Gemäss Art. 12 Abs. 2 Ziff. 2 Vergütungsverordnung muss auch die Dauer der Arbeitsverträge für die Mitglieder der Geschäftsleitung in den Statuten definiert werden. Die Dauer der Arbeitsverträge hat insofern einen engen Zusammenhang mit der Entschädigung, da diese ja während der ganzen Dauer bezahlt werden muss, d.h. auch dann, wenn das Arbeitsverhältnis gekündigt und die betreffende Person freigestellt worden ist, da die Lohnfortzahlungspflicht während der gesamten Dauer besteht. Die Dauer des Arbeitsverhältnisses und die Länge der Kündigungsfrist haben in diesem Sinne auch einen engen Zusammenhang mit der Frage der Abgangsentschädigung, da die Frage der Lohnfortzahlungspflicht bis zum Ende des gekündigten Arbeitsverhältnisses in wirtschaftlicher Betrachtung einer Abgangsentschädigung relativ nahe steht.

  Gemäss Art. 12 Abs. 1 Ziff. 2 darf die maximale Dauer der Verträge für Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung 1 Jahr nicht überschreiten. Bei einem unbefristeten Arbeitsverhältnis darf sich die Kündigungsfrist höchsten auf 1 Jahr belaufen. Die Statuten können daher sowohl die Dauer fester Arbeitsverträge wie auch die Kündigungsfrist auf einen Zeitraum von bis zu 12 Monaten festsetzen.

  Dem Schutzzweck von Art. 12 Vergütungsverordnung entsprechend geben die Statuten allerdings nur die maximale Länge des Arbeitsverhältnisses bzw. der Kündigungsfristen für Geschäftsleitungsmitglieder an. Dem Verwaltungsrat steht es dann frei, in diesem Rahmen auch Verträge mit kürzerer Laufzeit bzw. kürzeren Kündigungsfristen abzuschliessen.

Mit dem Erfordernis, dass bestimmte Formen der Entschädigung in den Statuten geregelt werden müssen, sollen nach den Vorstellungen, welche die Initianten mit Art. 95 Abs. 3 BV verbunden haben, folgende Zwecke erreicht werden:

– **Mitspracherecht der Aktionäre**
Da die entsprechenden Statutenbestimmungen von der Generalversammlung beschlossen werden müssen, können die Aktionäre durch ihr Abstimmungsverhalten auf den Inhalt der betreffenden Regelung und damit indirekt auf die Höhe der entsprechenden Entschädigungen Einfluss nehmen. Es ist anzunehmen, dass institutionelle Anleger und ihre Vertreter in den nächsten Jahren ihren Einfluss im Vorfeld der Generalversammlungen, die über diese Artikel entscheiden, geltend machen werden, um ihre Vorstellungen bzw. die Anliegen der Aktionäre durchzusetzen.

– **Klarheit für alle Beteiligten**
Mit der statutarischen Regelung wird für alle Beteiligten, d.h. Aktionäre wie auch Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, Klarheit bezüglich der beim betreffenden Unternehmen möglichen Entschädigungen geschaffen. Der Verwaltungsrat kann dann in diesem Rahmen Anträge zur Genehmigung von fixen und erfolgsabhängigen Vergütungen an die Generalversammlung stellen.

– **Bindung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung keine Bindung der Aktionäre**
Die oben erwähnten Statutenbestimmungen binden Verwaltungsrat und Geschäftsleitung. Der Verwaltungsrat darf gemäss Art. 20 Vergütungsverordnung keine der in Art. 12 Vergütungsverordnung erwähnten Vergütungen ausrichten, d.h. er kann keine leistungsabhängigen Zahlung machen, keine Options- und Beteiligungspläne erstellen und weder Renten noch Darlehen auszahlen, wenn dies in den Statuten nicht vorgesehen ist. Sofern der Verwaltungsrat trotz fehlender statutarischer Ermächtigung derartige Leistungen erbringt oder wenn er Leistungen erbringt, die nicht den in den Statuten festgehaltenen Grundsätzen entsprechen, müssen diese Leistungen von den Empfängern zurückbezahlt werden. Zusätzlich haftet der Verwaltungsrat auch noch gemäss Art. 754 OR, falls der Betrag nicht zurückbezahlt wird und der Gesellschaft deshalb ein Schaden entsteht. Überdies machen sich sowohl der Empfänger wie auch die Person, welche die Zahlung veranlassen bzw. genehmigen gemäss Art. 20 Vergütungsverordnung strafbar.

– **Keine Bindung der Aktionäre**
Die Aktionäre sind dagegen selbst nicht an die statutarischen Vorschriften gebunden, d.h. die Generalversammlung kann im Rahmen der hinten dargestellten Entscheidung über die fixe bzw. erfolgsabhängige Vergütung[88] auch dann einen ablehnenden Entscheid fällen, wenn sich die beantragte Vergütung im Rahmen der statutarischen Vorgaben bewegt. Die von der Ablehnung betroffenen Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitglieder haben bei einem derartigen Entscheid keine Möglichkeit, sich auf die Statuten zu berufen.

Gemäss Art. 27 Vergütungsverordnung müssen die Statuten kotierter Gesellschaften spätestens an der zweiten ordentlichen Generalversammlung nach Inkrafttreten der Vergütungsverordnung den Vorschriften dieser Verordnung angepasst werden. Dies bedeutet, dass Gesellschaften, die leistungs- bzw. erfolgsabhängige Vergütungen ausrichten oder Beteiligungs- und Optionspläne für Geschäftsleitung und Verwaltungsrat aufsetzen oder andere von Art. 12 erfasste Vergütungen leisten wollen, anlässlich der ordentlichen Generalversammlung 2015 eine entsprechende statutarische Grundlage schaffen müssen. Würden ohne derartige Grundlage nach diesem Termin solche Leistungen erbracht, so würden die oben erwähnten Sanktionen greifen.

3. Die Stellung des Vergütungsausschusses

Um sicherzustellen, dass bei der Festlegung der Entschädigungen von Verwaltungsrat und Management keine Interessenkonflikte entstehen, sieht Art. 7 Vergütungsverordnung zwingend die Bildung eines Vergütungsausschusses vor. Wie vorne dargestellt, verlangt die Vergütungsverordnung nicht, dass dieser Ausschuss

[88] Art. 118 Vergütungsverordnung.

aus nicht exekutiven oder sogar völlig unabhängigen Mitgliedern des Verwaltungsrats zusammengesetzt ist, sodass grundsätzlich auch Verwaltungsratsmitglieder in diesen Ausschuss gewählt werden könnten, die als delegierte oder hauptamtliche Verwaltungsratspräsidenten selbst eine sehr hohe Vergütung beziehen und sich deshalb in einem Interessenkonflikt befinden. M.E. sollten Unternehmen hier den Code of Best Practice beachten, der in Ziff. 2 seines Anhang 1 verlangt, dass sich der Vergütungsausschuss ausschliesslich aus unabhängigen Verwaltungsräten zusammensetzt. Dieses Problem wird sich m.E. in der Praxis allerdings kaum stellen, da anzunehmen ist, dass die Aktionäre ohnehin nur unabhängige Verwaltungsratsmitglieder in den Vergütungsausschuss wählen werden.

Die Vergütungsverordnung lässt die Aufgaben des Vergütungsausschusses offen und hält in Art. 7 Abs. 4 nur fest, dass die Statuten den Aufgabenbereich des Vergütungsausschusses definieren, wobei gemäss Art. 12 Abs. 1 Ziff. 3 i.V.m. Art. 27 Vergütungsverordnung eine entsprechende Statutenbestimmung spätestens mit der zweiten ordentlichen Generalversammlung nach dem Inkrafttreten der Vergütungsverordnung, d.h. bei den meisten Unternehmen bei der ordentlichen Generalversammlung 2015, erlassen werden muss. Bis zu diesem Zeitpunkt legt der Verwaltungsrat selbst die Kompetenzen des Vergütungsausschusses fest. Wie vorne dargestellt, hat der Vergütungsausschuss mindestens die Kompetenz, die Vergütungsleistungen an Geschäftsführung und Verwaltungsrat zuhanden des Verwaltungsrates zu prüfen und dem Verwaltungsrat Antrag zu stellen. Dem Vergütungsausschuss können jedoch noch weitere Aufgaben, wie insbesondere auch der Entscheid über diese sowie die weiteren im Unternehmen bezahlten Vergütungen übertragen werden.

Mit der Schaffung eines unabhängigen Vergütungsausschusses soll vermieden werden, dass Geschäftsleitung und Verwaltungsrat selbst über ihre Entschädigungen Beschluss fassen[89]. Diese organisatorische Massnahme versagt natürlich bei der Festlegung der Entschädigung der Mitglieder des Vergütungsausschusses selbst. Da es sich dabei aber um unabhängige Verwaltungsmitglieder handelt, deren Kompensation im Normalfall im Vergleich zur Vergütung exekutiver Verwaltungsratsmitglieder und Geschäftsleitungsmitgliedern ohnehin relativ gering ist und überdies auch zur Entschädigung derartiger Verwaltungsräte umfangreiches statistisches Material vorliegt[90], ist die Gefahr von Missbrauch in diesem Bereich aber von vornherein relativ gering. Die jährliche Wahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses durch die Generalversammlung sowie die Diskussion des Vergütungsberichtes in der Generalversammlung und die jährliche Abstimmung über die Vergütung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung werden in diesem Bereich auch zur Mässigung beitragen.

---

89 Viele Unternehmen gehen in diesem Sinne weiter als die Mindestanforderungen des Code of Best Practice und sehen zur Vermeidung von Interessenkonflikten vor, dass das Vergütungsausschuss nicht nur Grundsätze über die Entschädigung entwickelt, sondern selber die Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung festlegt.

90 Vgl. die jährlichen Erhebungen der BDO Visura sowie der schweizerischen Handelszeitung.

Der Vergütungsausschuss sollte aber nicht nur aus unabhängigen Mitgliedern des Verwaltungsrats bestehen, sondern auch tatsächlich unabhängig agieren. Er sollte daher Entschädigungssysteme, die von der Geschäftsleitung oder einzelnen Verwaltungsratsmitgliedern vorgeschlagen werden, kritisch hinterfragen und sich auch die Grundlagen seiner Entscheide in unabhängiger und objektiver Weise beschaffen:

- Soweit der Verwaltungsrat auf die Entlöhnungspraktiken anderer Unternehmen abstellt und dazu Statistiken und Vergleichszahlen verwendet, muss er dieses Zahlenmaterial gemäss Ziff. 7 Anhang 1 zum Code of Best Practice kritisch hinterfragen. Insbesondere muss er analysieren, ob die gewählte Vergleichsgruppe tatsächliche für das Unternehmen relevant ist[91] und auch vermeiden, dass die Verwendung von Vergleichszahlen nur dazu führt, dass industrieweit immer höhere Löhne bezahlt werden[92].

- Soweit sich der Entschädigungsausschuss durch externe Berater unterstützen lässt, muss er diese gemäss Ziff. 7 Anhang 1 zum Code of Best Practice selbst auswählen und auch selbst den genauen Auftrag sowie das Honorar bestimmen, um zu vermeiden, dass die Geschäftsleitung oder andere Mitglieder des Verwaltungsrats, die der Geschäftsleitung nahe stehen, Einfluss auf den Berater gewinnen.

- Werden Vergleichszahlen durch Mitarbeiter des Unternehmens selbst erhoben oder machen diese andere Abklärungen, die als Entscheidungsgrundlage für den Entschädigungsausschuss dienen, so müssen sie gemäss Ziff. 7 Anhang 1 zum Code of Best Practice zu diesem Zweck dem Vorsitzenden des Entschädigungsausschusses unterstellt werden, damit sie bei dieser Aufgabe nicht von der Geschäftsleitung beeinflusst werden. Die Idee des Code of Best Practice, interne Mitarbeiter auf diese Weise zu möglichst objektiven Aussagen zu bringen, scheitert in der Praxis aber an den faktischen Machtverhältnissen. Trotz der speziellen Unterstellungsverhältnisse für diese Sonderaufgabe werden interne Mitarbeiter immer die Interessen der Geschäftsleitung berücksichtigen, da sie sonst praktisch sicher mit bewussten oder unbewussten Retorsionsmassnahmen der Geschäftsleitung rechnen müssen. Daher sollte ein Entschädigungsausschuss auf die Zuteilung derartiger Aufgaben an interne Mitarbeiter verzichten – einerseits erhält er auf diese Weise keine wirklich verlässlichen Daten, andererseits setzt er die betreffenden Mitarbeiter aber auch unauflösbaren Interessenkonflikten aus.

4. Transparenz durch den Vergütungsbericht

Der Verwaltungsrat muss gemäss Art. 13 Vergütungsverordnung jährlich einen Vergütungsbericht veröffentlichen, wobei der erste Vergütungsbericht gemäss Art. 26 Vergü-

---

91 Ähnliche Branche, finanzielle Situation und Grösse.

92 Zu diesem Effekt kommt es, wenn alle Unternehmen versuchen, ihre Geschäftsleitung im Industrievergleich überdurchschnittlich zu entschädigen – eine derartige Politik muss zwangsläufig jedes Jahr zur Erhöhung des Durchschnitts führen.

tungsverordnung bereits 2014 zu veröffentlichen ist und 20 Tage vor der ordentlichen Generalversammlung den Aktionären offengelegt werden muss. Dieser Bericht ersetzt die Angaben, welche kotierte Gesellschaften gemäss Art. 663b^{bis} im Anhang zur Jahresrechnung offenlegen mussten[93].

4.1 Der Zweck des Vergütungsberichtes

Der Vergütungsbericht soll für die Aktionäre Transparenz bezüglich der an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung ausbezahlten Vergütungen schaffen. Die Vorschriften der Vergütungsverordnung zum Inhalt des Vergütungsberichts beziehen sich dabei primär auf Zahlenangaben. Der Code of Best Practice verlangt darüber hinaus noch Angaben über die Gestaltung des Vergütungssystems und die Grundlagen für die Bestimmung der Vergütungen, um so dem Aktionär Informationen über die Hintergründe der im Vergütungsbericht ausgewiesenen konkreten Vergütungen zu geben.

Ziel des Vergütungsberichts ist letztlich, dem Aktionär die Informationen zu geben, die er benötigt, um bei der Abstimmung über die Vergütung einen Entscheid zu fällen, der auf klaren Informationen basiert.

Da der Vergütungsbericht die Basis für die Abstimmung der Aktionäre über die Vergütung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung darstellt, wird das Ergebnis dieser Abstimmung zu einem grossen Teil davon abhängen, inwieweit der Vergütungsbericht die Vergütungen in transparenter und nachvollziehbarer Weise darstellt. Unternehmen sollten sich daher nicht an den Minimalvorschriften der Vergütungsverordnung orientieren, sondern auch die Bestimmungen des Code of Best Practice beachten. Der Vergütungsbericht sollte daher das gesamte Vergütungssystem, die Ziele, die mit der Vergütung verfolgt werden, und vor allem auch den Zusammenhang zwischen Leistung der betreffenden Personen bzw. dem Erfolg des Unternehmens und den ausbezahlten Vergütungen in einer für die Aktionäre verständlichen Weise erklären. M.E. wird sich in der Praxis zeigen, dass ein klarer Vergütungsbericht ein wesentlicher Schritt zur Sicherung der Zustimmung der Aktionäre zu den Vergütungen für Verwaltungsrat und Geschäftsleitung ist.

4.2 Der gemäss Vergütungsverordnung notwendige Inhalt

Der rechtlich notwendige Inhalt des Vergütungsberichts wird in Art. 14 Vergütungsverordnung definiert. Im Vergütungsbericht sind lückenlos alle geldwerten Leistungen offenzulegen, die ein Unternehmen den Mitgliedern von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung sowie eines allfälligen Beirates erbringt. Im Einzelnen wird die Offenlegung folgender Informationen verlangt:

- **Vergütungen**
  Alle Vergütungen, welche die Gesellschaft direkt oder indirekt an die Mitglieder von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung ausrichtet; diese Regeln gelten auch für Vergü-

[93] Ein derartiger Anhang muss dementsprechend nicht mehr publiziert werden.

tungen, die an einen allfälligen Beirat ausgerichtet werden – da es kaum mehr Gesellschaften gibt, die einen Beirat haben, wird der Beirat im Folgenden nicht mehr gesondert erwähnt. Zusätzlich müssen auch alle Vergütungen, welche die Gesellschaft direkt oder indirekt an frühere Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung ausrichtet, offengelegt werden, sofern diese Vergütungen in einem Zusammenhang mit der früheren Tätigkeit der betreffenden Person als Organ der Gesellschaft stehen oder wenn es sich um nicht marktübliche Entschädigungen handelt[94].

Der Begriff der Vergütung wird sehr breit definiert und umfasst letztlich jede Leistung an die betreffenden Personen, die nicht zum Ersatz tatsächlich angefallener Spesen dient. Gemäss Art. 14 Abs. 2 Vergütungsverordnung gelten als Vergütungen daher insbesondere:

- Honorare, Löhne, Bonifikationen, Gratifikationen und andere Gutschriften;
- Tantiemen, Beteiligungen am Umsatz oder Gewinn, Provisionen;
- die Zuteilung von Beteiligungspapieren, Wandel- und Optionsrechten.

Als Vergütung gilt dabei allerdings nur eine Zuteilung von Beteiligungspapieren, Wandel- und Optionsrechten, die einen geldwerten Vorteil darstellt. Werden Aktien und Optionen zu Marktpreisen bzw. zu den an der Börse erzielten Kursen verkauft, so erhält der Empfänger keine geldwerte Leistungen, weshalb keine Vergütung vorliegt, die im Bericht offengelegt werden muss[95]. Um klare Verhältnisse zu schaffen, dürfe es sich allerdings empfehlen, derartige Verkäufe im Vergütungsbericht ebenfalls offenzulegen und festzuhalten, dass es sich nicht um Vergütungen handelt.

– **Dienst- und Sachleistungen an die betroffenen Personen**
Soweit die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung Sach- oder Dienstleistungen erhalten, die einen geldwerten Vorteil ergeben, wie insbesondere die Zurverfügungstellung von Autos oder anderen Transportmitteln für den privaten Gebrauch oder die Abgabe von Produkten und Dienstleistungen des Unternehmens unter Marktpreisen, so müssen diese Leistungen ebenfalls angegeben werden. Leistungen, die für die Erfüllung der Aufgaben der betreffenden Personen notwendig sind, wie z.B. die Bezahlung von Geschäftsreisen, Geschäftsessen oder auch die Zurverfügungstellung von Fahrzeugen für den dienstlichen Gebrauch stellen dagegen keine geldwerten Leistungen dar und müssen deshalb nicht im Vergütungsbericht angegeben werden. Zahlt ein Unternehmen dagegen Pauschalspesen, so besteht mindestens die Möglichkeit, dass eine geldwerte Leistung vorliegt, weil der tatsächliche

94 Z.B. Beratungshonorare, die an ein früheres Mitglied des Verwaltungsrats bezahlt werden und über marktüblichen Tagesansätzen liegen oder die ausgerichtet werden, obwohl die betreffende Person keine Dienstleistungen erbringt.

95 Zum Teil unterhalten kotierte Gesellschaften Programme, die es den Mitarbeitern ermöglichen, ohne Gebührenbelastung Aktien zum Börsenkurs zu kaufen und in einem Depot zu halten. Dies stellt keine geldwerte Leistung dar. Das Gleiche gilt auch, wenn Geschäftsleitungsmitgliedern erlaubt wird, im Rahmen eines bar ausbezahlten Bonus Optionen zum Marktwert zu erwerben. In diesen Fällen stellt der Bonus eine Vergütung dar. Die Abgabe von Optionen dagegen kann nicht als zusätzliche Vergütung betrachtet werden.

Aufwand allenfalls geringer ist; derartige Pauschalspesen müssen m.E. daher im Vergütungsbericht aufgeführt werden.

– **Bürgschaften, Garantieverpflichtungen, Pfandbestellungen und ähnliche Sicherheiten**
  Soweit die Gesellschaft zu Gunsten der Drittgläubiger von Mitgliedern der Geschäftsleitung oder des Verwaltungsrats Bürgschaften oder andere Sicherheiten gewährt, stellt dies eine geldwerte Leistung an die betreffende Person und muss deshalb im Vergütungsbericht aufgeführt werden.

– **Der Verzicht auf Forderungen**
  Verzichtet ein Unternehmen gegenüber einem Mitglied des Verwaltungsrats oder der Geschäftsleitung auf eine Forderung, so stellt dies eine geldwerte Leistung in Höhe der betreffenden Forderung dar, was dementsprechend offengelegt werden muss.

– **Aufwendungen, die Ansprüche auf Vorsorgeleistungen begründen oder erhöhen**
  Sämtliche Zahlungen des Unternehmens an die Pensionskasse oder ähnliche Vorsorgeeinrichtungen müssen offengelegt werden, auch wenn diese nicht direkt an die betroffenen Personen fliessen, sondern nur deren zukünftige Ansprüche gegenüber diesen Vorsorgeeinrichtungen erhöhen.

– **Leistungen für zusätzliche Arbeiten**
  Auch Entschädigungen, die für eine Arbeit ausserhalb der eigentlichen Organfunktion geleistet werden, müssen offengelegt werden. Ist ein Verwaltungsratsmitglied daher zusätzlich als Berater oder als Anwalt für das Unternehmen tätig, so müssen die Vergütungen, die es für diese zusätzlichen Arbeiten erhält, offengelegt werden, auch wenn es sich nicht um Verwaltungsratshonorare handelt.

– **Kredite und Darlehen**
  Kredite und Darlehen, die Mitgliedern der Geschäftsleitung und des Verwaltungsrats gewährt werden, stellen grundsätzlich keine Vergütungen dar, da der betreffende Betrag zurückbezahlt werden muss und deshalb nur in dem Umfang eine geldwerte Leistung des Unternehmens an das Organ vorliegt, in dem der Zins das marktüblich Mass unterschreitet. Gemäss Art. 15 Vergütungsverordnung sind aber dennoch alle Darlehen, welche ein Unternehmen den Mitgliedern des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung gewährt, im Vergütungsbericht offenzulegen. Zusätzlich sind auch alle Darlehen und Kredite offenzulegen, die früheren Mitgliedern dieser Gremien gewährt werden, soweit diese nicht marktüblichen Bedingungen entsprechen.

– **Vergütungen an nahe stehende Personen**
  Neben den Vergütungen und Darlehen an Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung müssen gemäss Art. 16 Vergütungsverordnung auch Vergütungen und Darlehen erwähnt werden, die an Personen ausbezahlt werden, die den Mitgliedern dieser Gremien nahe stehen, soweit die betreffenden Vergütungen nicht markt-

üblich sind bzw. Darlehen zu Bedingungen gewährt werden, die nicht den Marktbedingungen entsprechen. Der Begriff der nahe stehenden Personen wird in der Vergütungsverordnung nicht näher erwähnt. Nach dem allgemeinen juristischen Sprachgebrauch ist davon auszugehen, dass als nahe stehende Personen natürliche Personen gelten, die mit einem Mitglied von Verwaltungsrat oder Geschäftsleitung verheiratet oder verwandt sind oder sonst im gleichen Haushalt leben sowie auch juristische Personen und Personengesellschaften, die von einem Organmitglied beherrscht werden, an denen eine derartige Person massgeblich beteiligt ist.

Aus dem Wortlaut von Art. 16 Vergütungsverordnung kann gefolgert werden, dass Vergütungen, die an nahe stehende Personen bezahlt werden, dann nicht offengelegt werden müssen, wenn sich diese im marktüblichen Rahmen bewegen. Dies bedeutet, dass bei Personen, die neben ihrer Verwaltungsratstätigkeit an einer juristischen Person oder einer Personengesellschaft beteiligt sind, die dem betreffenden Unternehmen gegen entsprechende Honorarverrichtung Dienstleistungen erbringt[96], diese Dienstleistungen nicht angegeben werden müssen, solange die betreffenden Honorare den marktüblichen Ansätzen entsprechen. Dies gibt den betreffenden Verwaltungsratsmitgliedern die Möglichkeit zur Akquisition von Mandaten in "ihrem" Unternehmen, was nicht unbedingt den Vorstellungen einer guten Corporate Governance entspricht, aber in der Schweiz durchaus üblich ist.

– **Detaillierungsgrad der Angaben betreffend Einzelpersonen**

Der Detaillierungsgrad der Angaben bezüglich Vergütungen, Darlehen und Kredite ist bei Verwaltungsrat und Geschäftsleitung unterschiedlich.

- **Verwaltungsrat**
  Gemäss Art. 15 Abs. 2 Ziff. 1 Vergütungsverordnung müssen bei den Mitgliedern des Verwaltungsrats individuell die jedem Mitglied ausbezahlte Vergütung und allenfalls ausstehende Kredite unter Namensnennung angegeben werden[97].

- **Geschäftsleitung**
  Bei der Geschäftsleitung ist gemäss Art. 15 Abs. 2 Ziff. 2 Vergütungsverordnung der Gesamtbetrag anzugeben. Zusätzlich ist das Mitglied individuell zu nennen, das die höchste Vergütung erhalten hat bzw. bei dem der höchste Kredit aussteht.

96 Revisionsgesellschaft, Unternehmensberatung, Anwaltsfirma.

97 Die gleiche Regelung gilt gemäss Art. 15 Abs. 2 Ziff. 3 Vergütungsverordnung auch für einen allenfalls vorhandenen Beirat.

4.3 Zusätzlicher Inhalt gemäss Code of Best Practice

Auch der Code of Best Practice enthält Bestimmungen zur Gestaltung des Vergütungsberichts. Gemäss Ziff. 8 Anhang 1 zum Code of Best Practice muss der Vergütungsbericht das Entschädigungssystem der Gesellschaft aufzeigen, d.h. die Basis für die im Vergütungsbericht gemäss Vergütungsverordnung aufgeführten Vergütungen darstellen. Der Entschädigungsbericht soll die Grundlagen für die Bestimmung der Saläre erklären und vor allem auch die Faktoren darstellen, welche für die Festlegung der variablen Bestandteile massgebend sind, d.h. inwieweit die Saläre der einzelnen Personen durch individuelle Leistungen oder durch die Entwicklung bestimmter Unternehmensteile bzw. des Gesamtunternehmens beeinflusst werden.

In Ergänzung der gemäss Vergütungsverordnung erforderlichen Angabe von Gesamtsummen sollte der Vergütungsbericht auch darstellen, in welcher Form die Entschädigung erbracht wird, d.h. inwieweit diese durch die Abgabe von Optionen oder Aktien bezahlt wird. Dabei muss der Verwaltungsrat vor allem auch darlegen, wie die Entschädigungen an die langfristige Entwicklung des Unternehmens gebunden sind, d.h. ob es bei Boni Rückforderungsklauseln gibt und ob Aktien und Optionen Sperr- bzw. Ausübungsfristen unterliegen, die diesem Ziel dienen.

Wesentlich für das Verständnis der Aktionäre ist auch, dass der Verwaltungsrat kurz darlegt, welche Überlegungen bezüglich Motivationswirkung und Entschädigungsniveau er bei der Festlegung des Entschädigungsmodells und der individuellen Saläre angestellt hat. Soweit die Entschädigungen auf Vergleichen basieren oder der Verwaltungsrat für die Festlegung externe Berater zugezogen hat, müssen sowohl die Basis der Vergleiche wie auch die betreffenden externen Berater offengelegt werden.

4.4 Prüfung des Vergütungsberichtes

Der Vergütungsbericht muss gemäss Art. 17 Vergütungsverordnung von der Revisionsstelle geprüft werden, wobei diese insbesondere überprüfen muss, ob dieser Bericht den Anforderungen der Vergütungsverordnung entspricht, d.h. alle gemäss Art. 14, 15 und 16 Vergütungsverordnung erforderlichen Angaben enthält und die betreffenden Beträge den Büchern der Gesellschaft entsprechen. Diese Prüfungspflicht erstreckt sich m.E. allerdings nur auf die gemäss Vergütungsverordnung oder anderen statutarischen bzw. gesetzlichen Bestimmungen notwendigen Inhalt des Vergütungsberichts. Enthält der Vergütungsbericht noch weitere qualitative Angaben im Sinne der Vorgaben des Code of Best Practice, so müssen diese inhaltlich nicht geprüft werden – letztlich sind diese Aussagen einer Prüfung ja meist auch nicht zugänglich, da sie sich auf nicht nachprüfbare Zahlen, sondern auf die mit dem Vergütungssystem verbundenen Absichten beziehen.

5. Der Entscheid der Generalversammlung über die Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung

5.1 Ziele und Auswirkungen der Entscheidungskompetenz der Generalversammlung

Ein zentrales Anliegen der Minder-Initiative war der Einbezug der Generalversammlung in den Entscheidungsprozess über die Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung. Letztlich sollten die Aktionäre als Eigentümer darüber entscheiden, wie viel die Gesellschaft dem Verwaltungsrat und der Geschäftsleitung zahlen sollte.

5.1.1 Das Ziel: Verbindlicher Entschädigungsentscheid durch die Aktionäre

Die Festlegung des Salärs von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat ist zwar eine Geschäftsführungsaufgabe und gehört daher gemäss der allgemein aktienrechtlichen Kompetenzverteilung in den Bereich des Verwaltungsrates. Exzessive Entschädigungen, die einzelne Publikumsgesellschaften in der Vergangenheit bezahlt haben, zeigten aber, dass der Verwaltungsrat nicht immer die Interesse der Aktionäre wahrnahm und zum Teil Entschädigungen zuliess bzw. sich selber gewährte, die objektiv zu hoch waren[98]. Die Entscheidung der Generalversammlung erscheint in diesem Zusammenhang als Mittel zur Lösung der Konflikte, da dann diejenigen Personen über die Entschädigung entscheiden, die diese in wirtschaftlicher Sicht tatsächlich bezahlen. Wenn die bisher durchgeführten konsultativen Abstimmungen über die Vergütungsberichte als Massstab betrachtet werden, wird die Verpflichtung, die Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung der Generalversammlung vorzulegen, in der Praxis nicht häufig zu ablehnenden Entscheiden führen. Die Pflicht allein hat aber vor allem präventive Wirkung, da sich Verwaltungsrat und Geschäftsleitung von vorneherein überlegen müssen, welche Entschädigung für die Aktionäre akzeptabel ist und sich dementsprechend nach den Vorstellungen der Aktionäre richten. In diesem Sinne wird sich wahrscheinlich auch ein informeller Dialog zwischen Unternehmen, grösseren Aktionären und den Stimmrechtsberatern der institutionellen Aktionäre entwickeln. Dies dürfte auch zu einer gewissen Standardisierung der Entschädigungsmodelle oder Entschädigungshöhen bei Publikumsgesellschaften führen.

5.1.2 Das Problem: Mangelnde Rechtssicherheit für Verwaltungsrat und Geschäftsleitung

Der Umstand, dass die Generalversammlung über die Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung völlig frei und unabhängig von statutarischen Bestimmungen und Zusicherungen des Verwaltungsrates entscheidet, führt dazu, dass Personen, die eine derartige Position annehmen, beim Stellenantritt keine verbindlichen Zusagen betreffend Entschädigung mehr gemacht werden können. Letztlich stehen vertraglichen Vereinbarungen über die Honorare und Entschädigungen für Verwaltungsrat und Geschäftsleitung immer unter dem Vorbehalt, dass die Generalversammlung der betreffenden Entschädigung zustimmt, wobei die Generalversammlung völlig frei entscheiden kann

[98] Die Spitzenentschädigungen, die bei Banken und zum Teil auch in der pharmazeutischen Industrie bezahlt wurden, lagen auch massiv über den in Europa üblichen Beträgen.

und in keiner Weise an die Aussagen des Verwaltungsrates gebunden ist. Die arbeitsrechtliche Pflicht des Arbeitgebers einen Lohn zu bezahlen[99], wird damit für Geschäftsleitungsmitglieder aufgehoben.

Das Problem der Rechtsunsicherheit muss durch die richtige Gestaltung der statutarischen Regelung zur Vergütungsabstimmung aufgefangen werden. Insbesondere muss sichergestellt werden, dass eine Verweigerung der Zustimmung nicht zum Unterbruch der laufenden Zahlung des Grundsalärs führt, da die hinten dargestellten Konsequenzen einer derartigen Unterbrechung vermieden werden sollten.

5.2 Die statutarische Gestaltung des Generalversammlungsbeschlusses im Rahmen von Art. 18 Vergütungsverordnung

Art. 18 Vergütungsverordnung normiert das Vorgehen der Generalversammlung und die Art des Entscheides nicht, sondern überlässt es den betroffenen Gesellschaften, diese Frage in den Statuten zu regeln. In Anbetracht der Probleme, die durch einen ablehnenden Entscheid entstehen können, muss der Gestaltung der Statuten grosse Aufmerksamkeit gewidmet werden:

5.2.1 Der von Art. 18 Vergütungsverordnung gesetzte Rahmen

Art. 18 Vergütungsverordnung hält fest, dass kotierte Gesellschaften die Einzelheiten zur Abstimmung der Generalversammlung in den Statuten regeln müssen. Bezüglich dieser Regelung sieht Art. 18 Vergütungsverordnung allerdings gewisse Bedingungen ein, die zwingend eingehalten werden müssen[100]:

- Die Generalversammlung stimmt jährlich über die Vergütung ab;

- die Generalversammlung stimmt gesondert über den Gesamtvertrag der Vergütung des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung und eines allfälligen Beirates ab;

- die Abstimmung der Generalversammlung hat bindende Wirkung, d.h. ohne Zustimmung der Generalversammlung darf keine Vergütung bezahlt werden.

Die Statuten können in diesem Rahmen die Art des Beschlusses und das Vorgehen der Generalversammlung regeln. Die Statuten können insbesondere vorsehen, dass die Generalversammlung Entscheide des Verwaltungsrates über Bonuszahlungen für bereits abgeschlossene Perioden genehmigt, oder aber dass die Generalversammlung dem Verwaltungsrat ein Budget einräumt, in dem er Vergütungen der Geschäftsleitung für zukünftige Perioden festlegt. Die Statuten können aber auch bestimmen, ob die Generalversammlung nur die Kompetenz hat, einen Antrag des Verwaltungsrates zu genehmigen oder ob sie selbst über die entsprechende Vergütung bestimmen kann. Wird die zweite Variante gewählt, so können die einzelnen Aktionäre unter dem Traktandum

---

99 Gemäss Art. 322 OR muss bei Arbeitsleistungen zwingend der verabredete oder übliche Lohn bezahlt werden.

100 Art. 18 Abs. 3 Vergütungsverordnung.

"Vergütung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung" auch Gegenanträge zu den Anträgen des Verwaltungsrates stellen. Wird nur eine Genehmigungskompetenz vorgesehen, haben die Aktionäre dagegen nur die Wahl, den vom Verwaltungsrat vorgeschlagenen Beträgen zuzustimmen oder diese abzulehnen.

5.2.1.1 Ziele der statutarischen Gestaltung

Die Gestaltung der Statutenbestimmung über die Vergütungsabstimmung der Generalversammlung sollte nicht nur den oben dargestellten rechtlichen Rahmenbedingungen entsprechen, sondern sollte folgende Ziele erreichen:

- Die Beschlüsse sollten so gestaltet werden, dass Verwaltungsrat und Geschäftsleitung bezüglich ihrer Bezüge ein Maximum an Rechtssicherheit haben. Vor allem sollten sich die Mitglieder der Geschäftsleitung bereits am Anfang eines Geschäftsjahres auf die Mitteilungen des Verwaltungsrates bezüglich der Ausgestaltung des Bonusprogrammes und der Zuerkennung von individuellen Bonuszahlungen verlassen können.

- Die Beschlusskompetenz der Generalversammlung sollte so geregelt werden, dass es nicht zu einer Unterbrechung der Zahlung des Grundsalärs kommt, wenn die Generalversammlung die vom Verwaltungsrat beantragten Vergütungen ablehnt. Der Verwaltungsrat sollte die Möglichkeit haben, noch eine zweite Generalversammlung einzuberufen, bevor diese Zahlungen unterbrochen werden müssen – nur dadurch kann vermieden werden, dass es zu den in Ziff. 5.3 dargestellten ungünstigen Folgen für die Beteiligten kommt[101].

- Die berechtigten Interessen der Aktionäre müssen berücksichtigt werden, d.h., es muss sichergestellt werden, dass diese mit ihrem Entscheid die Auszahlung tatsächlich beeinflussen können. Soweit vorgesehen wird, dass die Aktionäre dem Verwaltungsrat ein Budget einräumen, in dem dieser nach eigenem Ermessen die Erfolgsabhängige Vergütung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung festlegen kann, darf die Periode, auf die sich diese Kompetenz bezieht, nicht allzu weit in der Zukunft liegen und nicht einen zu hohen Betrag umfassen, da sonst die Aktionäre ihr Entscheidungsrecht praktisch an den Verwaltungsrat zurückdelegieren würden. Eine derartige umfassende Delegation der Entscheidungskompetenz an den Verwaltungsrat ist nicht nur rechtlich problematisch, sondern entspricht auch nicht den Vorstellungen der Aktionäre. Dabei ist insbesondere zu berücksichtigen, dass angelsächsische Anleger bei vielen kotierten Gesellschaften einen wesentlichen Teil der Aktionäre stellen. Diese sind sich aufgrund der Regeln in den USA und in England gewöhnt, dass die Generalversammlung immer erst nach Ablauf des betreffenden Geschäftsjahres über Boni und andere erfolgsabhängige Zahlungen entscheidet und dem Verwaltungsrat nicht im Voraus ein Budget eingeräumt wird. Die entsprechenden Abstimmungen über bereits ausgerichtete Vergütungen sind zwar in den USA und England nicht bindend, sondern nur konsultativer Natur, sodass eine Ablehnung nicht zu einem Unterbruch

[101] Einstellung der Arbeit, fristlose Kündigung durch Management, etc.

der Zahlungen führt. Dennoch sind diese Aktionäre und ihre Proxy Advisors[102] stark auf dieses Modell der nachträglichen Genehmigung fixiert.

Der Verwaltungsrat muss bei der Gestaltung der Statuten letztlich einen Kompromiss zwischen den oben dargestellten Zielen finden, der zu einer für alle Beteiligten sinnvollen Lösung führt. Wenn der Verwaltungsrat sich die Zustimmung der Aktionäre zur entsprechenden Statutenbestimmung und zu den späteren Genehmigungsbeschlüssen sichern will, kann er das Verfahren daher nicht einfach nach seinen eigenen Interessen und den Interessen der Geschäftsleitung optimieren, sondern muss eine Lösung finden, die auch für die Aktionäre tauglich ist und deren Erwartungen erfüllt.

5.2.2 Mögliche Regelungen/Empfehlung

Meines Erachtens ist für die meisten Gesellschaften folgende Lösung optimal:

– **Entscheid der Generalversammlung über das Basissalär von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung vom 1. Juli bis zum 30. Juni des Folgejahres**
In einem ersten Schritt sollte vorgesehen werden, dass die Generalversammlung das zukünftig auszuzahlende Grundsalär von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, d.h., die Komponente der Vergütung, die nicht vom Erfolg oder Leistung der betroffenen Person und des Unternehmens abhängt, direkt festlegt. Dabei sollte dieser Betrag aber nicht, wie im ersten Entwurf der Vergütungsverordnung vorgesehen[103], für die Zeit von der entscheidenden ordentlichen Generalversammlung bis zur ordentlichen Generalversammlung des nächsten Jahres festgelegt werden, sondern für die Zeit vom 1. Juli des laufenden Jahres bis zum 30. Juni des nachfolgenden Jahres[104]. Wenn die Generalversammlung im März oder April durchgeführt wird, ermöglicht dies, noch einmal eine ausserordentliche Generalversammlung durchzuführen, bevor die Zahlungen mangels Zustimmung eingestellt werden müssen. Dies sollte es auch in schwierigen Situationen erlauben, für alle Beteiligten eine vernünftige Lösung zu finden.

– **Maximalbetrag für erfolg- und leistungsabhängige Vergütungsanteile für das laufende Jahr**
Im Weiteren sollte die Generalversammlung einen Maximalbetrag festsetzen, bis zu dem der Verwaltungsrat den Mitgliedern des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung eine leistungs- und erfolgsabhängige Vergütung für das laufende Geschäftsjahr gewähren kann. Der Bezug auf das laufende Geschäftsjahr ermöglicht es dem Verwaltungsrat, den Aktionären aufzuzeigen, welche Ziele die Gesellschaft hat und diese auch aufgrund der Ergebnisse der ersten drei Monate zu plausibilisieren. Die Errei-

---

102 Insbesondere "ISS".

103 Art. 18 VgdA.

104 Dies gilt für Gesellschaften, deren Geschäftsjahr am 1. Januar beginnt und bis zum 31. Dezember dauert. Andernfalls müssten diese Daten verschoben werden.

chung dieser Ziele bildet ja dann auch die Basis für den konkreten Entscheid des Verwaltungsrates in dem von den Aktionären genehmigten Rahmen. Für die Aktionäre dagegen erscheint der Zeitraum von 9 Monaten, für den sie einen Maximalbetrag genehmigen, überschaubar, sodass sie keinen langfristigen "Blankoscheck" ausstellen, sondern einen Betrag festlegen, der in Anbetracht der Performance der ersten drei Monate und der Ziele des Verwaltungsrates als angemessen erscheint.

Die oben dargestellte Auftrennung zwischen Grundsalär und leistungs- bzw. erfolgsabhängigen Komponenten hat den Vorteil, dass der Aktionär nur in dem Bereich dem Verwaltungsrat einen Ermessensspielraum gewähren muss, in dem das Ermessen tatsächlich eine Rolle spielt – beim Grundsalär muss der Verwaltungsrat ja keine neuen Entscheide fällen, sondern kann einen klaren Antrag der Generalversammlung stellen, während er bei leistungs- und erfolgsabhängigen Komponenten einen Ermessensspielraum haben muss, da er die Zahlung dem tatsächlichen Erfolg des Unternehmens bzw. den tatsächlichen Leistungen der Manager anpassen muss. Dies macht die Lösung für die Aktionäre auch schon deshalb akzeptabel, weil das Budget, das sie dem Verwaltungsrat einräumen, geringer ist, wenn es nur diese variablen Komponenten der Entschädigung umfasst.

– **Konsultativabstimmung über den Vergütungsbericht**
  Mindestens Aktiengesellschaften mit einem hohen Anteil an angelsächsischen und institutionellen Aktionären, die sich auf angelsächsische "Proxy Advisors" verlassen[105], sollten eine zusätzliche Konsultativabstimmung über den Vergütungsbericht vorsehen[106]. Dieser Vergütungsbericht stellt dar, wie der Verwaltungsrat sein Ermessen im Rahmen des von der Generalversammlung festgesetzten Maximalbetrages ausgeübt hat. Die Abstimmung über diesen Bericht gibt den Aktionären deshalb die Möglichkeit, ihre Meinung über die Entscheidungen des Verwaltungsrates auszudrücken, was diesem wertvolle Hinweise auf sein Vorgehen im folgenden Jahr gibt, ohne dass dies zur Rückforderung von bereits ausbezahlten Beträgen führen müssen. Eine derartige Lösung macht die statutarische Regelung auch für angelsächsische Investoren und ihre "Proxy Advisors" akzeptabel, da sie dann den von ihnen erwarteten nachträglichen Genehmigungsbeschluss wiederfinden.

Mit einer derartigen Lösung können m. E. die oben dargestellten Bedürfnisse von Geschäftsleitung nach Rechtssicherheit und der Aktionäre nach klarer Mitbestimmung in einer Weise erfüllt werden, die für alle Beteiligten zumutbar ist.

---

105 "ISS" etc.

106 Das Erfordernis von Art. 18 Vergütungsverordnung, dass die Abstimmung bindend sein muss, wird bereits durch die oben dargestellte bindende Beschlussfassung über das Grundsalär und das Bonusbudget erfüllt. Daneben ist dann noch eine nicht bindende Abstimmung über den Vergütungsbericht möglich.

5.2.3 Genehmigungs- oder Entscheidungskompetenz der Generalversammlung?

Die Statuten können vorsehen, dass die Generalversammlung das Recht hat, frei über die Entschädigung von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat zu entscheiden. Dies gibt den Aktionären die Möglichkeit, bei einer Abstimmung, bei der der Verwaltungsrat einen bestimmten Betrag für das Grundsalär oder das Bonusbudget gestellt hat, Gegenanträge mit tieferen Beträgen zu stellen, sodass allenfalls ein Betrag beschlossen wird, der erheblich unter der vom Verwaltungsrat beantragten Summe liegt. Alternativ können die Statuten aber auch vorsehen, dass die Generalversammlung nur die Möglichkeit hat, den Antrag des Verwaltungsrates zu genehmigen oder abzulehnen. Bei dieser Gestaltung kann die Generalversammlung nur dann einen tieferen als den vom Verwaltungsrat beantragten Betrag beschliessen, wenn der Verwaltungsrat selbst in der gleichen oder in einer späteren Generalversammlung einen entsprechenden Antrag stellt.

M. E. sollte die statutarische Regelung immer im Sinne eines Genehmigungsentscheides gestalten werden – die Festlegung von Entschädigungen ist ein Akt der Geschäftsführung, der dem Verwaltungsrat obliegt, da er die mit der Geschäftsleitung betrauten Personen im Sinne von Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 OR anstellt, führt und überwacht. Dies bedingt, dass der Verwaltungsrat tatsächlich hinter den Zahlungen, die er macht, stehen muss; er sollte daher das Recht haben, diese festzulegen, während die Kompetenz der Generalversammlung auf die Genehmigung bzw. Ablehnung beschränkt sein sollte. Der Ablehnungsentscheid zwingt den Verwaltungsrat dann in der Praxis letztlich dazu, eine neue Lösung mit der Geschäftsleitung auszuhandeln, die für die Aktionäre verträglich ist und hinter der Verwaltungsrat und Geschäftsleitung stehen können. Eine allgemeine Entscheidungskompetenz der Generalversammlung dagegen, kann zu Zufallsentscheiden über die Höhe der Entschädigung führen, die gar nicht mehr vom Verwaltungsrat beeinflusst und auch nicht mit der Geschäftsleitung verhandelt werden können.

5.2.4 Regelung von zusätzlichen Zahlungen bei der Anstellung neuer Geschäftsleitungsmitglieder

Werden neue bzw. zusätzliche Geschäftsleitungsmitglieder angestellt, so reichen die vom Verwaltungsrat beantragten und von der Generalversammlung genehmigten Beträge im Allgemeinen nicht, um Saläre und Boni zu bezahlen. Eine kotierte Gesellschaft hat daher gemäss Art. 19 Vergütungsverordnung die Möglichkeit, in den Statuten einen Zusatzbetrag für Mitglieder der Geschäftsleitung vorzusehen, die nach der Abstimmung ernannt werden. Von dieser Möglichkeit sollte die Gesellschaft Gebrauch machen und in den Statuten vorsehen, dass der von der Generalversammlung beschlossene Betrag für jedes neues Mitglied der Geschäftsleitung um einen bestimmten Prozentsatz angehoben werden kann.

5.2.5 Der für die Abstimmung massgebende Wert

Die Generalversammlung soll darüber entscheiden können, wie stark der Gewinn durch die Vergütung vom Verwaltungsrat und Geschäftsleitung der Gesellschaft belastet wird. Daher muss sich der Antrag des Verwaltungsrates auf den Betrag beziehen, der im betreffenden Jahr als Aufwand verbucht wird. Massgebend für die Bewertung der Leistun-

gen bzw. die Höhe des Betrages, der der Generalversammlung vorgelegt wird, ist daher auch der Buchhaltungsstandard, den die Gesellschaft für ihre konsolidierte Rechnung gewählt hat[107]. Bar bezahlte Beträge müssen dementsprechend zum Nominalbetrag eingesetzt werden, auch wenn die Auszahlung der betreffenden Beträge noch aufgeschoben ist oder gewissen Bedingungen bzw. einem Clawback unterliegt[108]. Bei Sach- und Dienstleistungen, die einem Mitglied der Geschäftsleitung erbracht werden[109], ist dementsprechend auch der beim Unternehmen verbuchte Aufwand massgebend, was im Normalfall der Differenz zwischen dem Verkehrswert der betreffenden Leistung und dem Preis entspricht, der dem Empfänger in Rechnung gestellt worden ist. Bei Beteiligungs- und Optionsplänen ergibt sich der Wert ebenfalls aus dem Aufwand, den die Gesellschaft nach dem massgebenden Buchhaltungsstandard für diese Leistungen verbuchen muss. Wiederum ist dabei irrelevant, ob die Ausübung von Optionen aufgeschoben ist und Bedingungen unterliegt[110] . Auch die steuerliche Bewertung der betreffenden Leistung beim Empfänger[111] sowie der tatsächliche Vorteil, der dieser bei der Ausübungen von Optionen bzw. beim Verkauf von Aktien aus den betreffenden Beteiligungspapieren und Optionen erhält, sind nicht massgebend.

5.2.5.1 Periodengerechte Abgrenzung der zur Abstimmung gestellten Beträge

Bei allen Leistungen, die nicht sofort ausbezahlt werden, sondern Bedingungen, Vesting-Perioden, Clawbacks oder Sperrfristen unterliegen, stellt sich die Frage, wann die betreffenden Leistungen der Generalversammlung vorzulegen sind. Da die Aktionäre bei der Abstimmung über die Vergütungen über den Aufwand entscheiden sollen, der ihnen in Rechnung gestellt wird, ist m.E. in allen diesen Fällen der Zeitpunkt, in dem der Aufwand verbucht wird, entscheidend. Dementsprechend müssen derartige Leistungen in dem Jahr versteuert werden, in dem sie als Aufwand verbucht werden, d.h. im Normalfall in dem Jahr, in dem die betreffenden Leistungen zugesprochen werden, selbst wenn diese wesentlich später ausbezahlt werden oder sogar noch nachträglich zugesprochen und deshalb verbucht werden müssen, selbst wenn sie erst wesentlich später zur tatsächlichen Auszahlung kommen oder sogar noch dahinfallen könnten.

Dass derartige Leistungen im Zeitpunkt, in dem sie zugesprochen werden oder sogar noch nachträglich der Abstimmung unterworfen sind, hat natürlich den Vorteil, dass bezüglich aller Leistungen, die erst in späteren Perioden fällig werden, von dem Zeitpunkt an, in dem sie zugesprochen werden, Rechtsicherheit besteht – die Generalversammlung kann in diesem Sinne z.B. bei *Deferred Bonuspayments* oder mit Sperrfristeten belasteten Optionen und Beteiligungen nicht am Ende der Vesting- oder Sperrfrist einen ableh-

---

107 IFRS, Swiss GAAP FER, US-GAAP etc.

108 Rückforderung bei schlechtem Geschäftsgang.

109 Z.B. Gebrauch des Dienstwagens für private Zwecke, Verkauf von Produkten zu Vorzugsleistungen, etc.

110 Vesting über mehrere Jahre und Clawback.

111 Dieser kann zum Teil für Sperrfristen Abzüge machen und muss bei Optionen nur den Gewinn versteuern, den er tatsächlich am Ende mit der Ausübung erzielt.

nenden Entscheid fällen und damit die betreffenden Leistungen lange Zeit nachdem sie zugesprochen sind, doch noch verweigern.

5.2.5.2 Antragsstellung des Verwaltungsrates und Kommunikation mit den Aktionären

Wie oben dargestellt muss der Verwaltungsrat der Generalversammlung bezüglich der fixen und variablen Entschädigungen des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung Antrag stellen. Dabei muss er jeweils für beide Gruppen Gesamtbeträge beantragen, sodass in der Generalversammlung im Normalfall über vier Beträge abgestimmt wird[112]. Die Vergütungsverordnung verlangt nicht, dass über die Entschädigung einzelner Personen abgestimmt wird und verlangt auch nicht, dass die Entschädigung im Antrag nach den einzelnen Entschädigungsarten[113] aufgeschlüsselt wird und über diese Komponenten der Gesamtentschädigung separat abgestimmt wird. In der Kommunikation gegenüber den Aktionären dürfte allerdings mehr und genauere Information sowie eine Einbettung in den Vergütungsbericht notwendig sein, um einen erfolgreichen Ausgang der Abstimmung sicherzustellen.

– **Detaillierte Erklärung der einzelnen Vergütungen**
  Auch wenn weder die Regeln der SIX noch die Regeln der Vergütungsverordnung über den Vergütungsbericht die Offenlegung der einzelnen Saläre und variablen Abgeltungen verlangen, dürfte es gerade bei grossen Unterschieden in den individuellen Entschädigungen unumgänglich sein, den Aktionären offen zu legen, wie hoch die Beträge sind, welche die einzelnen Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung erhalten. Ohne derartige Offenlegung werden die Aktionäre von Durchschnittsbeträgen ausgehen, was den einzelnen Funktionen und Leistungen nicht gerecht wird und auf diese Weise zu Ablehnung führen kann. Der Verwaltungsrat muss in diesem Bereich letztlich eine Interessenabwägung zwischen dem Diskretionsbedürfnis und Persönlichkeitsschutz der Geschäftsleitungsmitglieder und der Akzeptanz der Entschädigung bei den Aktionären vornehmen. Die den einzelnen Verwaltungsmitgliedern zu bezahlenden Beträge kann der Verwaltungsrat dagegen offenlegen, da diese ja ohnehin im Vergütungsbericht vorgelegt werden müssen[114]. Das Gleiche gilt auch für die Vergütung des CEO, da ja die höchste einem Mitglied der Geschäftsleitung bezahlte Vergütung offengelegt werden muss und dies normalerweise der CEO ist.

  Im Sinne der Transparenz dürfte es auch notwendig sein, zu erläutern, inwieweit die beantragten Beträge sofort in bar ausbezahlt werden und inwieweit es sich um Deferred Compensation handelt bzw. um Optionen und Beteiligungspapiere mit Vesting-Perioden und Sperrfristen, da die langfristige Bindungswirkung derartiger

---

112 Die Abstimmung erfolgt je separat über fixe und variable Vergütung für Geschäftsleitung und Verwaltung.

113 Sofortige Barzahlung, Barzahlung mit Aufschub und Bedingungen (*Deferred Compensation*), Sach- und Dienstleistungen, Options- und Beteiligungsprogramme, Pensionszahlungen.

114 Art. 15 Abs. 2 Vergütungsverordnung.

Leistungen für die Aktionäre von Bedeutung ist und auch die Akzeptanz des Gesamtpaketes verbessern kann.

– **Abstützung auf die statutarischen Bestimmungen zur Entschädigung**
Wie oben dargestellt, müssen gemäss Art. 12 Abs. 2 Ziff. 2 und 3 Vergütungsverordnung die Grundsätze für leistungsabhängige Vergütungen und die Zuteilung von Beteiligungspapieren und Optionen an Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung in den Statuten festgehalten werden. Da in diesen Bereichen nur Leistungen ausgerichtet werden dürfen, die den betreffenden Statutenbestimmungen entsprechen, sollte der Verwaltungsrat in der Begründung seines Antrages darstellen, dass sich die entsprechenden Vergütungskomponenten im Rahmen der statutarischen Bestimmungen bewegen.

– **Bezug zum Vergütungsbericht und zur Vergütungspolitik**
Der Verwaltungsrat muss im Vergütungsbericht nicht nur die gemäss Art. 13 ff. Vergütungsverordnung erforderlichen Angaben zu den ausbezahlten Beteiligungen machen, sondern gemäss den Vorschriften der SIX und den Bestimmungen des Code of Best Practice auch die Vergütungspolitik des Unternehmens und die Ziele darstellen, die der Verwaltungsrat in diesem Bereich verfolgt. Um die Aktionäre zur Zustimmung zu bewegen, sollte der Verwaltungsrat seinen Antrag in die Darstellung des Vergütungsberichtes einbetten und erklären, inwieweit die von ihm beantragten Summen der allgemeinen Vergütungspolitik entsprechen, sodass die Aktionäre diese Vergütungen auch im Gesamtzusammenhang sehen. Gerade bei den leistungsabhängigen Vergütungen sollte der Verwaltungsrat in einer für den Aktionär nachvollziehbaren Weise darstellen, inwieweit diese mit persönlichen Leistungen und Erfolgen bzw. dem Gesamterfolg der Gesellschaft begründet werden können. Die Erfahrung mit konsultativen Abstimmungen über Entschädigungsberichte zeigt, dass die Aktionäre bei einer nachvollziehbaren Begründung auch bereit sind, hohen Beträgen zuzustimmen. Zu einer Ablehnung kann es kommen, wenn kein vernünftiger Zusammenhang zwischen der beantragten Vergütung und der Entwicklung des Unternehmens bzw. den Leistungen der Geschäftsleitung existiert. In der Vergangenheit führten z.B. Bonuszahlungen, die mit der Gewinnentwicklung nicht erklärt werden konnten[115], zur Ablehnung des Vergütungsberichtes in der betreffenden Konsultativabstimmung.

5.3 Die Ablehnung der Vergütung durch die Generalversammlung

Die Aktionäre sind bei der Abstimmung über Entschädigungen völlig frei, d.h. sie sind weder an Statutenbestimmungen über die Grundzüge von leistungsabhängigen Entschädigungen oder Salärsysteme gebunden, noch an Zusagen, welche der Verwaltungsrat einzelnen Geschäftsleitungsmitgliedern bei deren Anstellung machte. Damit besteht die Möglichkeit, dass die Generalversammlung den Antrag des Verwaltungsrates bezüglich der Ausrichtung fixer oder variabler Entschädigungen selbst dann ablehnt, wenn der An-

[115] Höherer Bonus an den CEO trotz markantem Rückgang des Gewinnes.

trag des Verwaltungsrates im Einklang mit den anwendbaren Statutenbestimmungen und der im Vergütungsbericht kommunizierten Vergütungsstrategie steht, bzw. wenn die absoluten Beträge dem Standard der Branche entsprechen.

Ein ablehnender Entscheid hat aber – gerade wenn ein Unternehmen der von Art. 18 Abs. 1 Vergütungsverordnung vorgesehenen Regelung folgt und nicht die weiter hinten empfohlenen statutarischen Änderungen einführt – erhebliche Konsequenzen:

5.3.1 Absolutes Auszahlungsverbot

Wenn die Generalversammlung die vom Verwaltungsrat beantragte Vergütung ablehnt, so darf diese nicht ausbezahlt werden. Würden die entsprechenden Vergütungen trotzdem ausbezahlt, so ist der Empfänger zur Rückerstattung verpflichtet, wobei die Verwaltungsräte, die diese Zahlung genehmigt haben, solidarisch für diesen Betrag haften, falls er nicht zurückbezahlt wird. Dies gilt auch dann, wenn die betreffende Zahlung als "Darlehen" ausgestaltet wird, das zur Überbrückung bis zum Entscheid der nächsten Generalversammlung ausbezahlt wird und bei einer späteren Genehmigung der Vergütung mit der genehmigten Vergütung verrechnet werden soll.

Der Entscheid der Generalversammlung greift auf diese Weise direkt in die arbeitsvertraglichen Ansprüche der Geschäftsleitung ein. Der vertraglich vereinbarte Saläranspruch der Geschäftsleitung besteht nach dem Inkrafttreten der Vergütungsverordnung nur noch soweit als die Generalversammlung der betreffenden Zahlung zugestimmt hat[116]. Genehmigt die Generalversammlung nur ein tieferes Salär als das ursprünglich vereinbarte, so gilt dieses tiefere Salär. Verweigert die Generalversammlung sogar definitiv die Zustimmung zur beantragten Vergütung, so haben Geschäftsleitungsmitglieder keinerlei arbeitsvertragliche Ansprüche gegen die Gesellschaft auf ein Entgelt für ihre Arbeit und können auch keine Bereicherungsansprüche für die von ihnen geleistete Arbeit geltend machen. Da die Regelung der Vergütungsverordnung bekannt ist, können Geschäftsleitungsmitglieder auch nicht gegen Verwaltungsratsmitglieder oder andere Personen, die ihnen im Rahmen des Unternehmens Saläre oder erfolgsabhängige Leistungen zugesichert haben, vorgehen, wenn die Aktionäre einen negativen Entscheid fällen.

5.3.2 Vorgehen des Verwaltungsrates bei einer Ablehnung

Lehnt die Generalversammlung den Antrag des Verwaltungsrates bezüglich der Vergütung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung ab, so hat der Verwaltungsrat folgende Möglichkeiten:

---

116 Arbeitsverträge von Geschäftsleitungsmitgliedern kotierter Gesellschaften weichen in diesem Sinne von Art. 322 OR ab, der sonst für Arbeitnehmer zwingend eine Entschädigung vorsieht. Wird in einem normalen Arbeitsvertrag kein Lohn vorgesehen, so ist nach dieser Bestimmung der übliche Lohn zu bezahlen. Dies gilt nicht bei einer Ablehnung der Vergütungszahlung durch die Generalversammlung – in diesem Falle kann auch kein "üblicher Lohn" ausbezahlt werden.

– **Neue Anträge an der laufenden Generalversammlung**
Verweigert die Generalversammlung die Genehmigung der vom Verwaltungsrat beantragten Vergütung bzw. einen der Anträge, welche der Verwaltungsrat in diesem Bereich gestellt hat[117], so kann der Verwaltungsrat an der gleichen Versammlung einen neuen Antrag mit einer tieferen Summe zur Abstimmung bringen. Ein derartiges Vorgehen ist allerdings nur dann erfolgsversprechend, wenn die grossen Aktionäre selbst an der Generalversammlung anwesend sind oder durch Personen vertreten sind, die nach eigenem Ermessen Entscheide fällen können, weshalb sich dann in der Generalversammlung tatsächlich ein Konsens über einen neuen Antrag des Verwaltungsrates entwickeln kann. Im Normalfall werden dagegen die meisten Aktionäre bei einer Generalversammlung durch Dritte vertreten sein, die Vollmachten haben, welche es ihnen nicht erlauben, einem neuen, im Vorfeld der Generalversammlung nicht angekündigten Antrag zuzustimmen, sondern den Bevollmächtigten verpflichten, sich bei neuen Anträgen entweder der Stimme zu enthalten oder gegen den betreffenden Antrag zu stimmen. Dies führt dazu, dass in den meisten Fällen eine Ablehnung nicht in der betreffenden Generalversammlung selbst korrigiert werden kann. Eine andere Situation würde sich nur dann ergeben, wenn institutionelle Aktionäre oder deren Berater selbst im Vorfeld der Generalversammlung einen geringeren Betrag genannt haben, dem sie zustimmen würden und die Vollmachten entsprechend gestaltet haben.

– **Einberufung einer ausserordentlichen Generalversammlung**
Kommt es an der Generalversammlung, welche die vom Verwaltungsrat beantragte Vergütung abgelehnt hat, nicht zu einem neuen Entscheid, so kann der Verwaltungsrat eine ausserordentliche Generalversammlung einberufen und dieser neue Anträge zu stellen. Die Diskussion, die im Vorfeld und während der ablehnenden Generalversammlung stattgefunden hat, gibt dem Verwaltungsrat dann auch starke Zeichen für die Gestaltung seines neuen Antrages. Allenfalls wird er bei der Vorbereitung dieser Generalversammlung auch mit grossen Aktionären und den Beratern institutioneller Aktionäre Kontakt aufnehmen, um einen für die Aktionäre akzeptablen Antrag zu formulieren.

5.3.3 Die Position der einzelnen Mitglieder von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung bei einer Verweigerung der Auszahlung

Verweigert die Generalversammlung die Auszahlung der vom Verwaltungsrat beantragten Entschädigungen, so kann dies für die einzelnen Mitglieder von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung gravierende Folgen haben. Da Geschäftsleitungsmitglieder hauptberuflich für das Unternehmen tätig sind, stellen die Salärzahlungen häufig ihre einzige Einkommensquelle dar, sodass die definitive Verweigerung oder eine erhebliche Reduktion der Zahlung zu existentiellen Problemen führen kann.

---

117 Wie oben dargestellt, handelt es sich normalerweise um insgesamt vier Anträge unter dem Traktandum "Vergütungen": Fixe Vergütungen Verwaltungsrat, fixe Vergütungen Geschäftsleitung, variable Vergütungen Verwaltungsrat und variable Vergütungen Geschäftsleitung.

Verweigert die Generalversammlung die Zustimmung zur Vergütung, so können die betroffenen Mitglieder von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, wie oben dargestellt, zwar keine Ansprüche gegen die Gesellschaft stellen, haben aber folgende Möglichkeiten:

5.3.4 Verwaltungsrat

Verwaltungsratsmitglieder haben das Recht, jederzeit und ohne Berücksichtigung von Kündigungsfristen von ihrem Amt zurückzutreten. Dementsprechend können sie nach einem ablehnenden Entscheid der Generalversammlung, der ihnen eine fixe oder variable Vergütung verweigert, ohne Weiteres zurücktreten. Ein derartiger Rücktritt kann auch dann nicht zu einem Haftungsproblem führen, wenn der Verwaltungsrat gesamthaft zurücktritt und die Arbeit des Verwaltungsrates nicht mehr erledigt wird, da die Aktionäre nicht verlangen können, dass der Verwaltungsrat unentgeltlich oder zu einem gegenüber früheren Versprechungen reduzierten Honorar arbeitet. M.E. muss der Verwaltungsrat aufgrund seiner Sorgfaltspflicht als letzten Akt seiner Tätigkeit aber eine Generalversammlung einberufen und Neuwahlen traktandieren, da er nur so eine längere Handlungsunfähigkeit der Gesellschaft vermeiden kann. Er muss dabei aber nicht Anträge für die Wahl bestimmter Personen stellen, da es ihm unter den gegebenen Umständen kaum möglich ist, irgendwelche Nachfolger zu rekrutieren. Die Aktionäre können dann aber bei diesem Traktandum ihnen genehme Personen vorschlagen.

5.3.5 Geschäftsleitung

Geschäftsleitungsmitglieder haben im Normalfall Arbeitsverträge im Sinne von Art. 319 OR abgeschlossen. Diese Verträge verpflichten sie zur Leistung von Arbeit gemäss den internen Reglementen und den Weisungen des Verwaltungsrates und geben den Geschäftsleitungsmitgliedern Anspruch auf den vertraglich vereinbarten Lohn. Wie oben dargestellt, werden die Arbeitsverträge von Geschäftsleitungsmitgliedern kotierter Gesellschaften aber durch Art. 18 Vergütungsverordnung insofern modifiziert als die Ansprüche auf Auszahlung vereinbarter und versprochener Vergütungen immer unter der Bedingung der Zustimmung der Generalversammlung stehen. Wird diese Zustimmung verweigert, so haben die Geschäftsleitungsmitglieder individuell folgende Möglichkeiten:

- **Ablehnung des Basissalärs**
  Lehnt die Generalversammlung den Antrag des Verwaltungsrates auf Ausrichtung des Basissalärs an die Geschäftsleitung ab, so erhält das betroffene Geschäftsleitungsmitglied vom Zeitpunkt, in dem der letzte Beschluss der Generalversammlung ausläuft, bis zum Zeitpunkt, in dem die Generalversammlung einen neuen Beschluss fasst, kein Salär mehr. Sein Saläranspruch entfällt sogar vollständig, wenn die Aktionäre– was mindestens theoretisch möglich ist – auch in einer späteren ausserordentlichen Generalversammlung keine Vergütung bewilligen. Die Verweigerung der Zahlung des Fixsalärs erlaubt den betroffenen Geschäftsleitungsmitgliedern aber, ihre Arbeitsleistung einzustellen, da Arbeitsleistung und

Lohnzahlung in einem engen Austauschverhältnis stehen und deshalb der Arbeitnehmer bei einer Verweigerung der Lohnzahlung auch ohne seinen Vertrag zu verletzen, seine Arbeitsleistung einstellen kann. Dementsprechend kann ein Geschäftsleitungsmitglied seine Arbeitsleistung bis zu einem positiven Entscheid der Generalversammlung einstellen und anderen Tätigkeiten nachgehen. Die Gesellschaft kann gegen das betreffende Geschäftsleitungsmitglied keine Ansprüche stellen, wenn es aufgrund der Arbeitseinstellung zu Schäden kommt – weder die Gesellschaft noch die Aktionäre können erwarten, dass ein Geschäftsleitungsmitglied ohne Lohnzahlung arbeitet. Die Tatsache, dass die Zahlungsverweigerung der Gesellschaft auf Art. 18 Vergütungsverordnung beruht, ändert an dieser arbeitsvertraglichen Situation nichts, da der Arbeitsvertrag auch nach Inkraftsetzung der Vergütungsverordnung entgeltlich ist und der Arbeitnehmer deshalb nicht verpflichtet ist, ohne Zahlung eine Leistung zu erbringen.

Ein Geschäftsleitungsmitglied hat aber auch die Möglichkeit, seinen Arbeitsvertrag gestützt auf Art. 337 OR aus wichtigen Gründen zu beenden, wenn die Generalversammlung die Zahlung des Grundsalärs verweigert. Die Weigerung, das in Aussicht gestellte Salär auszuzahlen, macht die weitere Arbeit für das betreffende Geschäftsleitungsmitglied unzumutbar. Daran ändert der Umstand, dass die Generalversammlung gemäss Art. 18 Vergütungsverordnung das Recht hat, die Zahlung zu verweigern, nichts, da der für den Arbeitsvertrag typische Austausch von Arbeitsleistung gegen Entgelt durch die Verweigerung der Zahlung nachhaltig gestört wird. Auch ein Entscheid der Generalversammlung, der zu einer Senkung des vertraglich vereinbarten Basissalärs führt, ist als einseitige Änderung des Arbeitsvertrages in einem wesentlichen Punkt Grund für eine fristlose Kündigung im Sinne von Art. 337 OR. Ein Geschäftsleitungsmitglied kann daher auch in einem derartigen Fall seinen Arbeitsvertrag ohne Einhaltung von Kündigungsfristen auflösen. Bei einer fristlosen Kündigung fällt im Übrigen auch ein allfälliges Konkurrenzverbot des betreffenden Geschäftsleitungsmitglieds gemäss Art. 340c OR dahin, da der das Geschäftsleitungsmitglied sein Arbeitsverhältnis aus einem begründeten, vom Arbeitgeber zu verantwortenden Anlass kündigt.

Mit der oben dargestellten Lösung sollte es aber immer möglich sein, bei der Ablehnung des Grundsalärs durch die ordentliche Generalversammlung vor dem 30. Juni des betreffenden Jahres noch eine zweite Generalversammlung durchzuführen, welche das Grundsalär – allenfalls in reduziertem Mass – genehmigt. Damit kann der Zahlungsunterbruch und die Auflösung des Arbeitsvertrages verhindert werden. Nicht verhindert wird allerdings die Auflösung, wenn auch die zweite Generalversammlung den Antrag des Verwaltungsrates ablehnt. Das Gleiche gilt auch, wenn die ausserordentliche Generalversammlung nur einen erheblich geringeren Betrag genehmigt, da dies die Geschäftsleitungsmitglieder, wie oben dargestellt, ebenfalls zur sofortigen Kündigung berechtigt und davon auszugehen ist,

dass die Geschäftsleitungsmitglieder bei einer erheblichen Senkung ihres Grundgehalts von diesem Recht Gebrauch machen werden[118].

– **Ablehnung der leistungs- und erfolgsabhängigen Komponente**
Wird die leistungs- bzw. erfolgsabhängige Vergütung, d.h. der Bonus, verweigert, so hat ein Geschäftsleitungsmitglied keine Möglichkeit, die Arbeitsleistung zu verweigern, oder den Vertrag aus wichtigem Grund aufzulösen. Die fristlose Kündigung ist unmöglich, weil der variable Vergütungsanteil unabhängig von den normalen arbeitsrechtlichen Überlegungen[119] nur den Charakter einer Gratifikation hat, weil die Generalversammlung gemäss Art. 18 Vergütungsverordnung das Recht hat, ohne Angabe von Gründen die Auszahlung zu verweigern, was bereits bei Antritt der Stelle bekannt ist.

  Selbstverständlich haben die Geschäftsleistungsmitglieder in einem derartigen Fall aber die Möglichkeit, ihren Arbeitsvertrag ordentlich zu kündigen, was im Rahmen der vereinbarten Kündigungsfristen zur Auflösung führt.

Wird das Arbeitsverhältnis wegen Verweigerung der Zahlung per sofort aufgelöst oder im Falle der Verweigerung von leistungsabhängigen Zahlungen in ordentlicher Frist gekündigt, so fällt in jedem Fall ein arbeitsvertragliches Konkurrenzverbot des betroffenen Geschäftsleitungsmitglied gemäss Art. 340c OR dahin, da ein sachlicher Grund für die Kündigung bestand.

5.3.6 Die Verweigerung der Vergütungszahlung als Kampfinstrument von aktivistischen Aktionären

Die Verweigerung von Vergütungszahlungen kann natürlich auch als Druck- und Kampfinstrument von aktivistischen Aktionären gegenüber dem Verwaltungsrat eingesetzt werden. Aktionäre, die vom Verwaltungsrat ein bestimmtes Verhalten und eine bestimmte Geschäftsführung verlangen, wie z.B. die Versteigerung der Gesellschaft oder der Verkauf einzelner Bereiche, können mit der Drohung, gegen die Vergütung zu stimmen, Verwaltungsrat und Geschäftsleitung destabilisieren und massiv unter Druck setzen – die konstante Verweigerung von Entschädigungszahlungen führt, wie oben dargestellt, letztlich zur Auswechslung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, da diese Personen die Gesellschaft früher oder später verlassen, wenn ihnen konstant alle Zahlungen verweigert werden. Durch die Verweigerung der Vergütungen können die Aktionäre Verwaltungsrat und Geschäftsleitung daher letztlich ohne Beachtung der

---

118 Immerhin kann der VR zwischen den beiden Generalversammlungen aber mit der Geschäftsleitung über das neue Grundgehalt verhandeln; wenn es dabei zu einer Einigung über das neue Grundsalär kommt, ist natürlich keine Kündigung mehr möglich.

119 Nach der Gerichtspraxis hat der Arbeitnehmer unter gewissen Umständen Anspruch auf Bonuszahlungen, selbst wenn diese ausdrücklich "freiwillige" Leistungen bezeichnet werden, typischerweise kommt es zu diesem Ergebnis, wenn Bonusleistungen nach objektiven Kriterien bestimmt werden, die vorgängig bekanntgegeben werden, wenn eine lange Übung bezüglich der Auszahlung besteht, oder wenn die Bonuszahlung einen erheblichen Teil der Gesamtentschädigung ausmachen; diese Praxis kann aufgrund von Art. 18 Vergütungsverordnung bei Geschäftsleitungsmitgliedern solange nicht greifen, als die Generalversammlung nicht zugestimmt hat.

Kündigungsfristen bzw. der Zahlung von Löhnen während der Kündigungsfrist auswechseln.

5.3.7 Die Verweigerung der Zahlung bei Übernahmen

Es ist anzunehmen, dass die Verweigerung der Vergütungen auch bei feindlichen Übernahmen als Kampfinstrument zum Tragen kommen wird. In derartigen Transaktionen ist der Käufer oft nicht daran interessiert, die Geschäftsleitung des Unternehmens weiter zu beschäftigen; er kann diese ohne weitere Zahlungspflichten loswerden, indem er nach erfolgreicher Übernahme einerseits den Verwaltungsrat abberuft, anderseits aber mit Beschluss der Generalversammlung alle Zahlungen an die Geschäftsleitung verweigert. Ein Übernehmer kann aber das Zustimmungserfordernis der Generalversammlung auch insofern als Druckinstrument verwenden, als er dem Verwaltungsrat eine Übernahmevereinbarung anbietet, in der er sich zur Zustimmung zur Vergütungszahlung verpflichtet und gleichzeitig klar macht, dass er nach einer erfolgreichen feindlichen Übernahme als Mehrheitsaktionär sämtliche derartige Anträge ablehnen würde.

5.3.8 Die Verweigerung der Vergütungszahlung gegenüber einzelnen Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitgliedern

Art. 18 Vergütungsverordnung sieht zwar vor, dass über die Entschädigungen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung in je einer Abstimmung abgestimmt wird. M.E. hindert dies den Verwaltungsrat aber nicht, die Entschädigungen einzeln zur Abstimmung zu bringen. Dies kann der Verwaltungsrat dazu verwenden, einem Geschäftsleitungsmitglied, dem er gekündigt hat, Zahlungen während der Kündigungsfrist zu verweigern: Der Verwaltungsrat muss in diesem Fall nur die Geschäftsleitungsmitglieder einzeln zur Abstimmung bringen und Antrag stellen, dass die fixe wie auch die leistungsabhängige Vergütung für das betreffende Geschäftsleitungsmitglied nicht zu genehmigen sei – dementsprechend fallen die Zahlungen während noch laufenden Kündigungsfrist dahin und für das abgelaufene Jahr müssen auch keine leistungsabhängige Zahlungen geleistet werden, selbst wenn diese nach arbeitsrechtlichen Grundsätzen bezahlt werden müssten[120].

5.4 Materielle Kriterien für die Festsetzung von Geschäftsleitungs- und Verwaltungsratsentschädigungen

5.4.1 Die Sorgfaltspflicht

Gemäss Art. 717 OR muss der Verwaltungsrat bei seiner Tätigkeit die Interessen der Gesellschaft wahren. In Bezug auf die Festlegung der Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung bedeutet dies, dass der Verwaltungsrat zwar die Saläre und Honorare zahlen muss, die notwendig sind, um geeignete Führungskräfte anzuziehen, zu halten und zu motivieren, dass er aber nicht mehr zahlen sollte, als zu diesem Zweck

[120] Wenn eine Leistung Lohnbestandteil ist, muss sie auch dann bezahlt werden, wenn sie grundsätzlich leistungsabhängigen Charakter hat und als Bonus bezeichnet wird.

notwendig ist, da übermässige Zahlungen letztlich eine Verschleuderung von Gesellschaftsmitteln darstellen. Diese allgemeine Formel, die dem Verwaltungsrat sehr viel Ermessensspielraum lässt, wird, wie unten dargestellt, durch die in der Vergütungsverordnung konkretisierten Gebote und Verbote, durch Statutenbestimmungen, welche sich auf die Vergütung beziehen sowie die materiellen Grundsätze von Ziff. 26 Code of Best Practice und von Anhang 1 des Code of Best Practice konkretisiert:

5.4.2 Materielle Kriterien gemäss Statutenbestimmungen über Beteiligungs- und Optionspläne sowie leistungsabhängige Zahlungen

Wie vorne dargestellt, müssen die Statuten kotierter Gesellschaften in Zukunft gemäss Art. 12 Vergütungsverordnung Bestimmungen enthalten, welche die Grundsätze für die Ausrichtung leistungsabhängiger Vergütungen und die Zuteilung von Beteiligungsrechten und Optionen an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung definieren. Die Entscheide des Verwaltungsrates über derartige Vergütungen müssen diesen Statutenbestimmungen entsprechen. Der Verwaltungsrat muss deshalb immer darauf achten, dass er seine Entscheide bzw. seine Anträge an die Generalversammlung auf diese Kriterien ausrichtet. Die Auszahlung von Vergütungen, die über diese statutarischen Grundlagen hinausgehen, ist, wie unten dargestellt, unzulässig, was dazu führt, dass sie zurückbezahlt werden müssen und dass sich sowohl der Empfänger wie auch die Personen, die die betreffende Auszahlung veranlasst bzw. genehmigt haben, strafbar machen.

5.4.3 Unzulässige Vergütungen gemäss Vergütungsverordnung

Art. 20 Vergütungsverordnung enthält eine Liste von Vergütungen, die bei der Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung unzulässig sind[121]. Im Einzelnen sind gemäss dieser Bestimmung folgende Vergütungen unzulässig:

5.4.3.1 Abgangsentschädigungen (Art. 20 Ziff. 1 Vergütungsverordnung)

Abgangsentschädigungen sind Zahlungen, die bei der Beendigung des Arbeitsverhältnisses ohne Gegenleistung des betreffenden Arbeitnehmers ausbezahlt werden. Dementsprechend gilt eine vertraglich vereinbarte Leistung, die allein durch die Beendigung des Arbeitsverhältnisses ausgelöst wird, aber ohne Beendigung des Arbeitsverhältnisse nicht erbracht würde, als Abgangsentschädigung. Das Gleiche gilt auch für jede freiwillige Leistung der Gesellschaft, die wegen der Beendigung des Arbeitsverhältnisses ausbezahlt wird. Keine Abgangsentschädigung liegt dagegen vor, wenn ein Arbeitnehmer einen vertraglicher Anspruch hat, der unabhängig von der Beendigung des Arbeitsverhältnisses zu erfüllen ist. Die Auszahlung eines derartigen Anspruches, der sich auf die Arbeit vor der Beendigung des Arbeitsverhältnisses bezieht, wird dementsprechend nicht allein deshalb zur "Abgangsentschädigung" im Sinne von Art. 20 Ziff. 1 Vergütungsverordnung, weil bei Beendigung des Arbeitsverhältnisses endgültig abgerechnet wird bzw. eine entsprechende Zahlung fällig wird. Da verschiedene Zahlungen des Unternehmens im zeitlichen Zusammenhang mit der Beendigung des Arbeitsverhältnisses

[121] Die gleichen Bestimmungen gelten auch bei Vergütungen, die einem allfälligen Beirat ausgerichtet werden. Bei Arbeitnehmern, die nicht der Geschäftsleitung angehören, sind derartige Zahlungen allerdings zulässig.

gemacht werden, stellt sich die Frage, inwieweit bei diesen Zahlungen eine Abgangsentschädigung vorliegt und inwieweit nur über Ansprüche abgerechnet wird, die nicht mit der Beendigung des Arbeitsverhältnisses zusammenhängen.

– **Lohnfortzahlung während der Kündigungsfrist**

Wird das Arbeitsverhältnis eines Geschäftsleitungsmitglieds ordentlich gekündigt, so muss ihm der Lohn bis zum Ende der Kündigungsfrist ausbezahlt werden, da die Lohnzahlungspflicht des Arbeitgebers bis zum Ende des Arbeitsverhältnisses andauert. Bis zu diesem Zeitpunkt hat der betreffende Arbeitnehmer auch eine Arbeitspflicht. Gerade bei Geschäftsleitungsmitgliedern wird der Arbeitgeber allerdings häufig auf die Dienstleistung des gekündigten Geschäftsleitungsmitgliedes verzichten und dieses freistellen. Die Freistellung kann umfassend sein, d.h. dem Arbeitnehmer erlauben, einer anderen Tätigkeit nachzugehen oder sich auch nur auf die reine Arbeitspflicht beziehen, wobei das betreffende Geschäftsleitungsmitglied noch durch seine Treuepflicht gebunden ist und deshalb keine andere Tätigkeit aufnehmen kann. Ein derartiger "*Gardening Leave*" dient häufig dazu, Personen vom Arbeitsmarkt bzw. einer konkurrierenden Tätigkeit fernzuhalten.

Bei langen Kündigungsfristen stellt sich aber zum Teil die Frage, ob nicht eine versteckte Abgangsentschädigung vorliegt. M.E. kann eine lange Kündigungsfrist aber nur bei ausserordentlichen Umständen als unzulässige Abgangsentschädigung qualifiziert werden. Das Unternehmen kann ja – wie oben dargestellt – bis zum Ende der Kündigungsfrist auf der Arbeitspflicht bzw. mindestens auf der Treuepflicht[122] bestehen. Verzichtet der Verwaltungsrat dagegen auf die Arbeitspflicht des Geschäftsleitungsmitgliedes, so ist dies ein einseitiger Entscheid, den der Verwaltungsrat fällt, weil er offensichtlich der Ansicht ist, dass eine Weiterführung der Arbeit den Interessen des Unternehmens widerspricht. Da ein allfälliger Verzicht auf die Arbeitsleistung bzw. die Treuepflicht des Geschäftsleitungsmitglieds allein aufgrund der Interessenlage und des Unternehmens gefällt wird, stellt dieser Verzicht keine geldwerte Leistung an das Geschäftsleitungsmitglied dar. Eine geldwerte Leistung würde nur insofern vorliegen als das betreffende Geschäftsleitungsmitglied seine Arbeitskraft während der Kündigungsfrist anderweitig ausnützen kann und von dritter Seite entsprechende Vergütungen erhält. Diese muss es sich aber aufgrund der arbeitsrechtlichen Regelung an den Lohn während der Kündigungsfrist anrechnen lassen, sodass auch in diesem Fall keine geldwerte Leistung vorliegt.

Aufgrund der oben dargestellten Grundsätze sollte nur bei ausserordentlich langen Kündigungsfristen oder einer vertraglichen Freistellungspflicht während der Kündigungsfrist eine unzulässige Abgangsentschädigung angenommen werden. In diesem Sinne sind Kündigungsfristen von bis zu 12 oder 18 Monaten m.E. keine

---

122 D.h. das Unternehmen kann entweder die Weiterarbeit bis zum Ende der Kündigungsfrist verlangen oder mindestens darauf bestehen, dass das betreffende Geschäftsleitungsmitglied keiner anderen Arbeit nachgeht und insbesondere für Konkurrenten tätig ist.

unzulässigen Umgehungsgeschäfte, die als Abgangsentschädigungen qualifiziert werden müssten.

– **Abrechnung über offene Forderungen**
Bei der Beendigung des Arbeitsverhältnisses muss im Allgemeinen über alle offenen Forderungen wie Ferien, Spesenansprüche sowie Ansprüche aus Überstunden abgerechnet werden. Auch wenn die entsprechenden Zahlungen mit der Beendigung des Arbeitsverhältnisses geleistet werden, handelt es sich nicht um Abgangsentschädigungen, da sie sich auf Leistungen beziehen, die vor der Beendigung des Arbeitsverhältnisses erbracht wurden.

– **Zahlung von Freizügkeitsleistungen oder Pensionszahlungen**

Die reglementarischen Leistungen der Pensionskasse, die bei oder nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses ausbezahlt werden, stellen keine Abgangsentschädigung dar, sondern Vorsorgeleistungen, deren Aufbau Teil der Vergütung früherer Perioden war. Wie oben dargestellt, muss der Aufbau dieser Leistungen, d.h. die Beiträge des Arbeitgebers zu den Vorsorgewerken ja auch im Vergütungsbericht angegeben und als Teil der gesamten Vergütung von der Generalversammlung genehmigt werden.

Eine Abgangsentschädigung liegt allerdings vor, wenn beim Abgang zusätzliche Zahlungen in die Pensionskasse gemacht werden, die nicht auf den vorher ausgerichteten Salären basieren. Ebenfalls eine Abgangsentschädigung stellen Zusatzleistungen oder Überbrückungsleistungen im Rahmen einer Frühpensionierung dar. Finanzielle Leistungen im Rahmen von Frühpensionierungen sind dementsprechend nur möglich, wenn die entsprechenden Beträge vorher planmässig im Rahmen der beruflichen Vorsorge angespart und die entsprechenden Arbeitgeberbeiträge jährlich im Vergütungsbericht aufgeführt und von der Generalversammlung genehmigt werden. Zusätzlich muss die Möglichkeit der Frühpensionierung und ihre Finanzierung auch in der diesbezüglichen Statutenbestimmungerwähnt werden.

– **Freigabe von Optionen und Beteiligungspapieren**

Wurden einem Geschäftsleitungsmitglied während seiner Tätigkeit Beteiligungspapiere oder Optionen abgegeben, so erhält es bei der Beendigung seines Arbeitsverhältnisses mindestens die Beteiligungspapiere und Optionen, die "*vested*" sind[123], was ihm ermöglicht, die betreffenden Beteiligungspapiere zu verkaufen und Optionen auszuüben. Auch wenn dadurch der betreffenden Person letztlich nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses zusätzliche Mittel zufliessen, kann die Übertragung von Beteiligungspapieren und Optionen, die vor diesem Zeitpunkt zugeteilt worden sind, nicht als Abgangsentschädigung qualifiziert werden. Die

[123] D.h. bei denen es die Bedingungen für die gültige und verbindliche Zuteilung vor der Beendigung des Arbeitsverhältnisses erfüllt hat.

betreffenden Optionen und Beteiligungspapiere stellen ja Vergütungen früherer Perioden dar, die im Vergütungsbericht erwähnt worden sind und auch von der Generalversammlung genehmigt wurden – die Minder-Initiative und die Vergütungsverordnung haben nicht den Zweck, einem Geschäftsleitungsmitglied bei der Beendigung des Arbeitsverhältnisses Rechte zu entziehen, die es während der Zeit seiner Arbeit rechtmässig erarbeitet hat, sondern wollen nur verhindern, dass bei der Beendigung des Arbeitsvertrages zusätzliche Leistungen erbracht werden. Auch die Aufhebung von Sperrfristen oder "*Clawbacks*" bei der Beendigung des Arbeitsverhältnisses kann nicht als Abgangsentschädigung betrachtet werden[124], da dadurch keine neuen Rechte entstehen, sondern nur dem Umstand Rechnung getragen wird, dass bei einem Geschäftsleitungsmitglied, das nicht mehr für das Unternehmen tätig ist, Sperrfristen und "*Clawbacks*" nicht mehr sinnvoll sind, da es weder zum Verbleiben motiviert werden soll noch einen Einfluss auf zukünftige Ergebnisse hat.

– **Auszahlung von aufgeschobenen Bonuszahlungen**

In verschiedenen Branchen[125] wird heute ein grosser Teil der leistungsabhängigen Zahlungen nicht nach Ablauf des betreffenden Jahres ausbezahlt, sondern verbleibt beim Unternehmen und wird erst nach einigen Jahren ausbezahlt. Hauptzweck dieses zeitlichen Aufschubs ist es, der Gesellschaft die Möglichkeit zu "Clawbacks" zu eröffnen, falls auf die erfolgreichen Jahre, die mit derartigen Zahlungen entschädigt wurden, eine schlechtere Periode folgt. Durch die Möglichkeit derartiger "*Clawbacks*" soll die langfristige Orientierung des Managements sichergestellt werden – dieses soll sich nicht auf die Gewinnsteigerung in einer einzelnen Periode konzentrieren, für das es einen Bonus erhält, sondern die Gewinne nachhaltig steigern.

Bei der Auflösung des Arbeitsverhältnisses muss über diese aufgeschobenen Bonuszahlungen abgerechnet werden, soweit die Ansprüche nicht ohnehin dahinfallen[126]. Dabei werden diese aufgeschobenen Bonuszahlungen zum Teil sofort ausbezahlt[127], zum Teil aber auch erst später nach Ablauf der in den entsprechenden Kompensationsplänen vorgesehenen Clawback-Periode[128]. Derartige Auszahlungen stellen keine Abgangsentschädigung dar, da es sich auch bei diesen aufgeschobenen Bonuszahlungen um Vergütungen handelt, die sich auf frühere Perio-

---

124 Diese Regelung gibt es insbesondere bei Todesfall oder gesundheitlich bedingter Aufgabe der Arbeitstätigkeit sowie bei anderen "*Good Leaver*" Situationen und sind keine Abgangsentschädigung, sondern stellen nur eine Abrechnung über die während der Dauer des Arbeitsverhältnisses erworbenen Ansprüche dar.

125 Vor allem Banken und Versicherungen.

126 Häufig wird vorgesehen, dass die Ansprüche dahinfallen, wenn der Arbeitsvertrag vom betroffenen Geschäftsleitungsmitglied selbst gekündigt wird oder aber sachliche Gründe für eine Kündigung durch die Gesellschaft gegeben sind ("*Bad Leaver*").

127 Insbesondere beim Tod.

128 Diese Lösung wird meistens bei Pensionierung oder krankheitsbedingtem Ausscheiden gewählt.

den beziehen und in den entsprechenden Vergütungsberichte ausgewiesen sowie von der Generalversammlung genehmigt worden sind.

– **Zahlungen für nachfolgende Dienstleistungen**

Gerade wenn ein Arbeitnehmer pensioniert wird, wird er zum Teil noch für eine Übergangsfrist, in der sich der Nachfolger einarbeitet, als Berater weiterbeschäftigt. Sofern Leistung und Gegenleistung des Beratungsverhältnis in einem vernünftigen Verhältnis stehen, stellen derartige Vereinbarungen keine Abgangsentschädigungen dar. Eine Abgangsentschädigung würde nur vorliegen, wenn Beratungsverhältnisse abgeschlossen werden, bei denen das Unternehmen eine Zahlung ohne Gegenleistung leistet.

– **Karenzentschädigungen für Konkurrenzverbote**

Konkurrenzverbote sind nach schweizerischem Recht unter den in Art. 340 ff. OR statuierten Voraussetzungen zulässig und verbindlich. Die Erfahrung zeigt allerdings, dass es in der Praxis fast unmöglich ist, ein Konkurrenzverbot durchzusetzen, da die Gerichte fast immer einen Grund für die Einschränkung oder den Wegfall des Konkurrenzverbotes finden. Überdies ist es auch faktisch unmöglich, ein Konkurrenzverbot oder einen adäquaten Schadenersatz real[129] gerichtlich durchzusetzen. Die Chancen für eine Durchsetzung verbessern sich erheblich, wenn für die Zeit des Konkurrenzverbotes eine Karenzentschädigung bezahlt wird bzw. wenn nach der Kündigung des Arbeitsverhältnisses in einer Aufhebungsvereinbarung ein Konkurrenzverbot vereinbart wird, für das die betreffende Partei auch entschädigt wird[130].

Die Zahlung einer Karenzentschädigung oder der Abschluss einer Konkurrenzverbotsvereinbarung mit Entschädigung liegt aufgrund der oben dargestellten Überlegungen im Interesse des Unternehmens, da es letztlich allein auf diese Weise die Durchsetzung eines Konkurrenzverbotes sicherstellen kann. Die entsprechende Vereinbarung kann nicht als Abgangsentschädigung qualifiziert werden, da das Unternehmen diese Zahlung letztlich für eine Leistung des früheren Geschäftsleitungsmitglieds leistet, nämlich für seinen Verzicht auf eine konkurrenzierende Tätigkeit[131]. Dies gilt allerdings nur, wenn die betreffende Entschädigung in einem vernünftigen Verhältnis zum Wert dieser Leistung steht und sich im industrieüblichen Rahmen bewegt bzw. klar unter dem normalen Salär liegt und so den möglichen Unterschied zwischen einer konkurrenzierenden und einer anderen

129 Durch ein gerichtliches Verbot der Tätigkeit bei einem Konkurrenten.

130 Typischerweise wird in beiden Fällen vorgesehen, dass die Karenzentschädigung bei einer Verletzung des Konkurrenzverbotes dahinfällt.

131 Dies ist auch aus der Sicht des betreffenden Geschäftsleitungsmitglieds eine Leistung, da es im Normalfall die bestbezahlten Stellen bei Konkurrenten findet, die seine Kenntnisse und Erfahrungen direkt nutzen können.

nicht konkurrenzierenden Tätigkeit kompensiert[132]. Eine unzulässige Abgangsentschädigung liegt dagegen vor, wenn die Entschädigung für das Konkurrenzverbot über dieses Mass hinausgeht und damit nicht mehr eine ähnliche Leistung des Geschäftsleitungsmitglieds abgegolten wird.

5.4.3.2 Vergütungen, die im Voraus ausgerichtet werden (Art. 20 Ziff. 2 Vergütungsverordnung)

Diese Bestimmung geht auf die Regelung zurück, welche die Swissair im Jahr 2000 mit Herrn M. Corti traf, als er die Position des CEO übernahm. Die Swissair zahlte ihm das Salär für mehrere Jahre im Voraus aus, da die Bonität der Swissair angeschlagen war.

Aufgrund dieser Bestimmung ist die Vorauszahlung von Löhnen und anderen Entschädigungen bei Geschäftsleitungs- und Verwaltungsratsmitgliedern unzulässig. Sie dürfen nur im Nachhinein entschädigt werden. Mit dieser Regelung wird auch sichergestellt, dass die Entscheide der Generalversammlung über die Vergütung an Geschäftsleitungs- und Verwaltungsmitgliedern noch eine Bedeutung haben. Könnten Entschädigungen rechtsgültig im Voraus bezahlt werden, so würde die zwingende Kompetenz der Generalversammlung zur Bestimmung der Vergütung von Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitgliedern unterlaufen.

Antrittsprämien oder ein "Sign-On Bonus", d.h. Leistungen, die allein aufgrund der Unterzeichnung des neuen Arbeitsvertrages erbracht werden, sind dagegen zulässig[133], solange diese nicht ein Entgelt für zukünftige Leistungen darstellen. Derartige Zahlungen werden häufig gemacht, um ein Geschäftsleitungsmitglied für Umtriebe zu entschädigen, die er im Zusammenhang mit dem Antritt der Stelle hat[134]. Sie werden aber zum Teil auch gewährt, weil die betreffende Person durch die Aufgabe der letzten Stelle Einbussen erleidet; wechselt ein Geschäftsleitungsmitglied von einem Unternehmen zum nächsten, so ist die betroffene Person meistens mit dem Problem konfrontiert, dass sie wegen der Kündigung ihrer letzten Stelle als "*Bad Leaver*" seine Ansprüche unter Options- und Beteiligungsprogrammen verliert sowie auch aufgeschobene Bonuszahlungen verliert. Bei der Anstellung derartiger Personen muss der neue Arbeitgeber im Allgemeinen diese Verluste durch eine Antrittszahlung kompensieren. Auch derartige erlaubte Antrittszahlungen müssen natürlich von der Generalversammlung im Rahmen des vorne in Ziff. 5.2 dargestellten Entscheides abgedeckt werden.

---

132 Normalerweise würde ein Geschäftsleitungsmitglied in einem Konkurrenzbetrieb ja die besten Saläre finden, da sein Knowhow für derartige Arbeitgeber am wertvollsten ist.

133 Diese können entweder in bar oder durch Abgabe von Beteiligungen oder Optionen erbracht werden.

134 Umzug vom Ausland etc.

5.4.4 Provisionen für die Übernahme oder Übertragung von Unternehmen oder Teilen davon (Art. 20 Ziff. 3 Vergütungsverordnung)

In dieser Bestimmung werden sämtliche Incentive-Zahlungen verboten, die sich auf die Veräusserung von Unternehmen beziehen, wobei dies sowohl Tochtergesellschaften wie auch die kotierte Gesellschaft selbst betrifft.

Dementsprechend ist es nicht mehr möglich, einem Geschäftsleitungsmitglied einen speziellen Bonus zu versprechen, wenn es ihm gelingt eine Tochtergesellschaft oder einen Unternehmensbereich zu veräussern bzw. einen hohen Preis zu erzielen. Der Verwaltungsrat kann aber auch nicht mehr bei einer öffentlichen Übernahmesituation einen Spezialbonus ausrichten, um die beteiligten Personen zu animieren, für die Aktionäre einen möglichst hohen Preis zu erzielen[135].

Dieses Verbot ist klar und unmissverständlich – die Urheber der Minder-Initiative wollten ausdrücklich verhindern, dass Management und Verwaltungsrat ein Interesse am Verkauf des Unternehmens selbst oder von Unternehmensteilen haben. Diese ideologische Begründung wirkt sich letztlich aber völlig gegen die Interessen der Aktionäre aus, die natürlich daran interessiert sind, dass beim Verkauf der kotierten Gesellschaft selbst oder aber beim Verkauf von Tochtergesellschaften möglichst hohe Preise erzielt werden. Bonuszahlungen sind gerade in diesen Situationen notwendig, um sicherzustellen, dass das Management sich auch tatsächlich für hohe Preise einsetzt; das Management hat keine natürlichen Anreize, sich in diesem Sinne für die Interessen des Aktionärs einzusetzen – bei einer Übernahme des Unternehmens selbst verlieren Management und Verwaltungsrat normalerweise ihre Stelle, sodass sie überhaupt kein Interesse an einem Verkauf haben. Beim Verkauf von Tochtergesellschaften muss sich hingegen gerade das Konzernleitungsmitglied am meisten einsetzen, das dadurch seinen Wirkungsbereich verkleinert oder sogar verliert, sodass es auch keinen natürlichen Incentive hat.

Bei einer Mehrarbeit im Rahmen einer Übernahmesituation des Unternehmens oder bei Verkauf von Tochtergesellschaften und Unternehmensteilen kann aber immerhin die zeitliche Mehrbeanspruchung im Rahmen von Überstundeabgeltung oder Bonuszahlungen kompensiert werden. Solange derartige Zahlungen nicht vom Erfolg der Transaktion abhängig sind, sind sie zulässig.

5.4.5 Darlehen, Kredite, Renten und leistungsabhängige Vergütungen, die in den Statuten nicht vorgesehen sind (Art. 20 Ziff. 4 Vergütungsverordnung)

Art. 12 Abs. 2 Vergütungsverordnung sieht vor, dass Darlehen und Kredite sowie renten- und leistungsabhängige Vergütungen nur erbracht werden können, wenn dies in einer entsprechenden Statutenbestimmung vorgesehen ist und dass sich die Leistung der Gesellschaft auch in dem von den Statuten definierten Rahmen bewegen dürfen. Diese

135 Bei der Übernahme der SIG im Jahr 2006 war das Bonusmodell für Geschäftsleitung und Verwaltungsrat entscheidender Faktor, der dazu führte, dass sich Management und Verwaltungsrat sehr stark für eine Auktion einsetzten, die für die Aktionäre zu einem sehr hohen Preis führte.

Regelung wird dadurch abgesichert, dass Art. 20 Ziff. 4 Vergütungsverordnung alle Darlehen und Kredite sowie Renten und leistungsabhängige Vergütungen, die ohne statutarische Grundlage oder in Überschreitung der statutarischen Vorschriften erbracht werden, als unzulässig erklärt.

Da die betreffende Statutenbestimmung gemäss Art. 27 Vergütungsverordnung aber erst bis Ende 2015 eingeführt werden muss, greift dieses Verbot erst ab 1. Januar 2016.

5.4.6 Die Zuteilung von Beteiligungspapieren, Wandel- und Optionsrechten, die in den Statuten nicht vorgesehen sind (Art. 20 Ziff. 5 Vergütungsverordnung)

Diese Bestimmung dient zur Absicherung von Art. 12 Abs. 2 Vergütungsverordnung. Gemäss dieser Bestimmung dürfen Beteiligungspapiere, sowie Wandel- und Optionsrechte nur zugeteilt werden, wenn dies von einer Statutenbestimmung zugelassen wird, wobei sich die Zuteilungen im Rahmen der in dieser Statutenbestimmung aufgeführten Prinzipien bewegen müssen. Zuteilungen ohne statutarische Grundlage oder Zuteilungen, welche den in der betreffenden Statutenbestimmung festgehaltenen Grundsätzen nicht entsprechen, sind dagegen gemäss Art. 20 Ziff. 5 Vergütungsverordnung unzulässig. Dieses Verbot gilt in Anbetracht der zweijährigen Übergangsfrist zur Einführung der entsprechenden Statutenbestimmung von Art. 27 Vergütungsverordnung ebenfalls erst ab 1. Januar 2016.

5.4.7 Vergütungen im Rahmen eines Konzerns in Umgehung der Genehmigungsvorbehalte (Art. 21 Vergütungsverordnung)

Unzulässig sind gemäss Art. 21 VdgA auch Vergütungen, die im Rahmen eines Konzerns von Tochtergesellschaften bezahlt werden und die der Vergütungsverordnung widersprechen oder nicht von der Generalversammlung genehmigt worden sind. Letztlich wird mit diesem Verbot das Prinzip durchgesetzt, dass die Zahlung von Vergütungen durch kotierte Unternehmen immer auf konsolidierter Basis zu betrachten ist. Als Vergütung im Sinne des Vergütungsberichtes und der Genehmigungskompetenz der Generalversammlung gelten immer alle Entschädigungen, die von der Gesellschaft selbst oder einer ihrer Tochtergesellschaften bezahlt werden.

Aus Art. 21 VdgA kann im Umkehrschluss aber auch gefolgert werden, dass es zulässig ist, die Vergütung von Geschäftsleitungsmitgliedern durch Tochtergesellschaften auszurichten, solange die betreffenden Vergütungen sich nach den anwendbaren rechtlichen Bestimmungen richten, die im Vergütungsbericht aufgeführt und der Abstimmung der Generalversammlung unterworfen werden. Dies ist vor allem dann für ein Unternehmen aus steuerlicher Sicht sinnvoll, wenn die Geschäftsleitungsmitglieder operativ primär in einer oder mehreren Tochtergesellschaften tätig sind, weil sie die entsprechenden Konzernbereiche führen. Werden die Tochtergesellschaften in dieser Weise direkt mit den entsprechenden Salärkosten belastet, können sie diese von ihrem steuerbaren Ertrag abziehen.

5.4.8 Konsequenzen unzulässiger Vergütungen

Werden die oben erwähnten Verbote verletzt, hat der Empfänger die Verpflichtung, die betreffenden Zahlungen zurückzuerstatten. Erstattet er diese nicht zurück, so haften die Personen, welche die Auszahlung veranlasst bzw. genehmigt haben gemäss Art. 754 OR für den betreffenden Betrag. Im Weiteren machen sich sowohl der Empfänger wie auch die Person, welche die Ausrichtung dieser Vergütung veranlasst oder genehmigt hat gemäss Art. 24 Abs. 2 Vergütungsverordnung strafbar.

5.5 Materielle Kriterien im Code of Best Practice

Der Code of Best Practice gibt dem Verwaltungsrat Anhaltspunkte, um Vergütungssysteme sowie konkrete Vergütungen im Rahmen seines Ermessens zu gestalten. Auf diese Weise wird letztlich die Sorgfaltspflicht von Verwaltungsrat und den Mitgliedern des Vergütungsausschusses konkretisiert. In diesem Sinne sehen Ziff. 26 des Code of Best Practice und Anhang 1 zum Code of Best Practice folgende Grundsätze vor:

5.5.1 Markt- und leistungsgerechte Entschädigung

Die Entschädigung von Verwaltungsrat und Management sollte einerseits den Marktgegebenheiten entsprechen, andererseits aber auch die Leistungen der einzelnen Personen angemessen berücksichtigen; dieser erste Grundsatz, der in Ziff. 26 Code of Best Practice festgehalten wird, verpflichtet den Verwaltungsrat bzw. den Entschädigungsausschuss dazu, sich ein Bild über den Markt zu machen und die Managemententschädigung den Marktgegebenheiten anzupassen. Tatsächlich wirft es jeweils ein sehr schlechtes Bild auf eine Gesellschaft, wenn sie Entschädigungen zahlt, die wesentlich über den Entschädigungen liegen, die vergleichbare Unternehmen auszahlen, da dann der Verdacht aufkommt, dass der Verwaltungsrat die Mittel der Gesellschaft verschleudert bzw. einzelnen Personen Vorteile zu Lasten der Aktionäre zukommen lässt. Der Verwaltungsrat und der Entschädigungsausschuss sollten sich bei Vergleichen mit anderen Unternehmen aber immer die Frage stellen, ob die beim Vergleich berücksichtigten Unternehmen bezüglich Grösse, Ertragskraft und Führungsstruktur tatsächlich vergleichbar sind. Bei der Verwendung von Vergleichen sollte auch ein "Race to the Top" vermieden werden – der Vergleich mit Entschädigungen, die andere Unternehmen den Geschäftsleitungsmitgliedern bezahlt haben, darf nicht dazu führen, dass Unternehmen immer höhere Entschädigungen zahlen, weil sie sich in diesem Bereich gegenseitig übertrumpfen wollen[136]. Dabei muss vor allem auch vermieden werden, dass sich die Entschädigung der Geschäftsleitung völlig von der übrigen Entschädigungspolitik des Unternehmens löst. Daher sollten Verwaltungsrat und Entschädigungsausschuss die Entschädigungen der Geschäftsleitung immer in Beziehung zum allgemeinen Salärniveau des Unternehmens und zur Entschädigung der untergeordneten Führungsstufen beachten[137].

---

136 Gefährlich ist in diesem Zusammenhang vor allem, wenn sich ein Unternehmen zum Ziel setzt, Saläre so festzulegen, dass sie über dem Durchschnitt der Konkurrenz liegen, um als Arbeitgeber attraktiv zu bleiben. Sobald diese Zielsetzung von mehreren Unternehmen verfolgt wird, führt jede Publikation von Vergleichszahlen notwendigerweise zu einer Erhöhung der Management-Saläre.

137 Vgl. Ziff. 7 Anhang 1 zum Code of Best Practice.

Wenn keine öffentlich zugänglichen statistischen Daten vorhanden sind, auf die sich der Entschädigungsausschuss abstützen kann, so empfiehlt es sich, Spezialisten aus dem Executive Search bzw. Human Resources Bereich beizuziehen, um die marktgerechten Ansätze zu ermitteln. Soweit Verwaltungsrat und Entschädigungsausschuss Berater beiziehen, müssen sie allerdings sicherstellen, dass die Beratung nicht von der Geschäftsleitung selbst beeinflusst wird. Der Entschädigungsausschuss muss daher selbst den Auftrag an die Berater formulieren und auch deren Honorar festlegen; ein Berater, der in diesem Bereich von der Geschäftsleitung abhängig ist, kann seine Aufgabe letztlich nicht erfüllen[138].

5.5.2 Erfolgsabhängigkeit der Entschädigung / Falsche Anreize vermeiden

Ziff. 26 des Code of Best Practice erwähnt als zweiten Grundsatz, dass die Entschädigungen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung nachvollziehbar vom nachhaltigen Erfolg des Unternehmens und vom persönlichen Beitrag der betroffenen Personen abhängig sein sollen.

Dadurch, dass ein Teil der Entschädigung von Verwaltungsrat und Top-Management vom Erfolg des Unternehmens abhängig gemacht wird, kann sichergestellt werden, dass die finanziellen Interessen von Anlegern und Management parallel verlaufen. Dieses Ziel kann entweder durch Bonuszahlungen, die von der Erreichung bestimmter Ziele oder vom Unternehmenserfolg abhängig sind, oder durch Beteiligungs- bzw. Optionsprogramme[139] erreicht werden.

Bei der Gestaltung derartiger Entschädigungsmodelle ist vor allem wesentlich, dass falsche Anreize vermieden werden. Das Entschädigungsmodell darf nicht dazu führen, dass das Management bei der Führung des Unternehmens gewisse kurzfristige, für die Entlöhnung wesentliche Faktoren betont und dabei die langfristig nachhaltige Entwicklung des Unternehmens vernachlässigt; diese Gefahr besteht immer, wenn erfolgsbezogene Komponenten auf relativ kurze Perioden abstellen, da dann das Management nicht nur einen klaren Anreiz hat, Investitionen, Ausgaben für Forschung und Entwicklung und auch Marketingaufwand zugunsten des kurzfristigen Ergebnisses auf ein Minimum zu reduzieren, sondern allenfalls sogar dazu verleitet wird, den kurzfristigen Gewinn durch die zeitlich vorgezogene Buchung von Erträge zu optimieren[140]. Erfolgsbezogene Entschädigungsmodelle sollten daher immer mehrere Jahre einbeziehen, um sicherzustellen, dass die Anreize zur rein kurzfristigen Optimierung gering sind.

---

138 Vgl. Ziff. 7 Anhang 1 zum Code of Best Practice.

139 Vgl. Walder Wyss Publikation: "Beteiligungsmodelle für Management und Mitarbeiter".

140 Dieses Problem gab es in den USA in den Jahren 2000/2001, wo sich bei verschiedenen Unternehmen das Problem der "Revenue Recognition" stellte, weil die Geschäftsleitung zur Verbesserung der Quartalsergebnisse Erträge zu früh gebucht hatte.

Bei der Gestaltung eines Entschädigungsplanes muss aber auch vermieden werden, dass das Management durch das Entlöhnungssystem dazu verleitet wird, unverhältnismässige Risiken einzugehen. Wird nur der Gewinn belohnt, aber der Verlust nicht "bestraft", so besteht das Risiko, dass das Management in der Geschäftstätigkeit hohe Risiken eingeht, um den Gewinn zu maximieren, da es nur vom Gewinn profitiert, der Verlust aber ausschliesslich von den Aktionären getragen wird. Dies bedeutet, dass Entschädigungssysteme so strukturiert werden müssen, dass sie einerseits auf die langfristige Entwicklung des Unternehmens ausgerichtet sind, d.h. auf die Gewinn- bzw. Kursentwicklung von mehreren Jahren abstellen, andererseits aber auch erlauben, einen Teil der ausbezahlten Boni zurückzufordern, falls es in den folgenden zwei bis drei Jahren zu einem Gewinneinbruch kommt.

Bei erfolgsabhängigen Komponenten ist aber auch wesentlich, dass die Erfolgsabhängigkeit auch bei einer schlechten Geschäftslage und rückgängigen Aktienkursen konsequent durchgesetzt wird; geht der Gewinn zurück, so muss deshalb ein erfolgsabhängiger Bonus auch tatsächlich gekürzt werden. Andernfalls verlieren sowohl das Entschädigungssystem wie auch der Verwaltungsrat selbst bei den Anlegern an Glaubwürdigkeit. Aus dem gleichen Grund dürfen auch die Optionsbedingungen bei sinkenden Aktienkursen nicht nachgebessert werden. Perioden, in denen das Unternehmen wenig Erfolg hat oder sogar Verluste macht und die Aktienkurse zurückgehen, werden damit zum eigentlichen Prüfstein für das Entschädigungssystem und das Durchsetzungsvermögen des Verwaltungsrats. Für den Verwaltungsrat stellt sich dann nämlich das Problem, dass die Geschäftsleitung in derartigen Situationen typischerweise wesentlich härter arbeiten muss als bei einer positiven Situation des Unternehmens, gleichzeitig aber weniger Salär erhält. Dieses Problem ist besonders dann akut, wenn in dieser Situation neue Geschäftsleitungsmitglieder angestellt werden müssen, die für die schlechte Entwicklung keinerlei Verantwortung tragen und dementsprechend auch nicht einsehen, weshalb sie mit tiefen Salären rechnen müssen, obwohl von ihnen ein wesentlicher Beitrag zum Turnaround des Unternehmens verlangt wird. Ein vernünftiger Ausgleich kann in diesen Fällen meistens nur dadurch geschaffen werden, dass in diesen Zeiten Optionen und Aktien zu relativ tiefen Preisen zugeteilt werden[141], die bei Erfolg der Turnaround-Bemühungen zu entsprechend hohen Erlösen führen.

5.5.3 Keine übermässige Verwässerung durch Beteiligungs- und Optionsprogramme

Als dritten Grundsatz für die Festlegung von Managersalären erwähnt Ziff. 26 des Code of Best Practice, dass Optionsprogramme nicht zu einer übermässigen Verwässerung führen dürfen. Damit bringt der Code of Best Practice zum Ausdruck, dass der Verwaltungsrat den Verwässerungseffekt, der durch Beteiligungs- und Optionsprogramme entsteht, beachten muss: Wird ein Teil der Managemententschädigung durch Beteiligungs- und Optionsprogramme erbracht, so hat die Gesellschaft keinen Liquiditätsabgang, was manchmal dazu führt, dass der Verwaltungsrat davon ausgeht, dass derartige Entschädigungsmodelle die Gesellschaft "nichts kosten". Obwohl Options- und Beteiligungspro-

[141] Dies ist aufgrund der typischerweise tiefen Marktbewertung der Aktien der Gesellschaft ja auch möglich.

gramme nicht zu einem Liquiditätsabfluss führen, verursachen sie den Aktionären in wirtschaftlicher Betrachtung aber erhebliche Kosten, da durch die Aktien, die dem Management unter dem Marktpreis abgegeben werden, die Beteiligung der Aktionäre verwässert wird. Diese Kosten muss der Verwaltungsrat zu den positiven Auswirkungen des Entschädigungsmodells in Bezug setzen und darauf achten, dass der für die Aktionäre negative Verwässerungseffekt nicht grösser ist als die positiven Auswirkungen, die das Options- bzw. Beteiligungsprogramm auf die Motivation von Verwaltungsrat und Management hat. Ziff. 5 Anhang 1 zum Code of Best Practice sieht zur Vermeidung einer übermässigen Verwässerung vor, dass Optionsrechte immer mit einem Ausübungspreis zugeteilt werden sollten, der über dem Kurswert im Zeitpunkt der Zuteilung liegt. Damit wird auch sichergestellt, dass die Optionen nur dann zu einem finanziellen Erfolg führen, wenn der Aktienkurs über den Kurs im Zeitpunkt der Zuteilung steigt, sodass die Optionsinhaber tatsächlich nur parallel mit den Aktionären vom Kursanstieg profitieren.

5.5.4 Konsequenzen der Verletzung der Bestimmung des Code of Best Practice

Der Code of Best Practice stellt, wie vorne dargestellt, keine verbindliche, rechtliche Regelung dar, sondern ist nur ein privates Regelwerk. Soweit Gerichte die Bestimmungen des Code of Best Practice aber als Ausdruck der bei kotierten Gesellschaften üblichen Sorgfalt betrachten, können mindestens schwere Verletzungen zu einer Haftung der betreffenden Verwaltungsratsmitglieder gemäss Art. 754 OR führen.

6. Die Regelung der Corporate Governance in Statuten und Reglementen

Während bei privat gehaltenen Gesellschaften sehr viele Kompetenzen und Abläufe informell geregelt werden[142], sollten die Corporate Governance-Strukturen bei Publikumsgesellschaften in Statuten und Reglementen geregelt werden. Was bei einer privat gehaltenen Gesellschaft häufig als unnötiger Formalismus betrachtet wird, ist bei einer Publikumsgesellschaft schon deshalb notwendig, weil bei Publikumsgesellschaften die Mitglieder von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung in einem Zeitraum von fünf bis zehn Jahren häufig vollständig wechseln und es ohne klare schriftliche Grundlagen nach einem derartigen Wechsel schwierig wird, frühere Handlungen zu beurteilen.

Im Einzelnen sollte die Corporate Governance-Struktur in folgenden Dokumenten abgebildet werden:

- **Statuten**
  Die Statuten sollten die Grundzüge der Corporate Governance umschreiben, d.h. insbesondere die Aufsichtsfunktion des Verwaltungsrats und die Delegation der Geschäftsleitungsfunktion an ein Geschäftsleitungsorgan vorsehen. Überdies müssen die Statuten auch die in Art. 12 Vergütungsverordnung vorgesehenen Statutenbestimmungen im Zusammenhang mit Vergütungsfragen enthalten.

[142] Häufig wirkt bei diesen Gesellschaften auch ein Mehrheits- oder Grossaktionär als natürliches Gegengewicht zum Verwaltungsrat und Management.

– **Reglement des Verwaltungsrats**
  Ein Reglement des Verwaltungsrats sollte die Pflichten der Verwaltungsratsmitglieder sowie Kompetenzen und Zusammensetzung der einzelnen Ausschüsse darstellen.

– **Organisationsreglement**
  Ein Geschäfts- oder Organisationsreglement sollte die Kompetenzen von Verwaltungsrat oder Geschäftsleitung klar abgrenzen und die Genehmigungsinstanzen für einzelne Geschäftsvorfälle festlegen.

– **Reglemente für Options- und Beteiligungsprogramme**
  Options- und Beteiligungsprogramme müssen in entsprechenden Reglementen normiert werden. Die genaue Regelung dieser Pläne ist schon deshalb notwendig, weil diese Reglemente auch die Grundlage der arbeitsvertraglichen Vereinbarungen mit den betreffenden Managern bilden. Mit einer genauen Formulierung können daher unergiebige Streitigkeiten im Zusammenhang mit derartigen Programmen vermieden werden.

D. Die Offenlegung der Corporate Governance gegenüber den Anlegern

– *Eine kotierte Gesellschaft muss aufgrund der Richtlinie Corporate Governance der SIX im Rahmen ihres Geschäftsberichtes ihre Corporate Governance-Regelung darstellen. Dabei müssen insbesondere folgende Punkte offengelegt werden:*

- *Konzernstruktur*
- *Kapitalstruktur und Rechte einzelner Kategorien von Beteiligungspapieren*
- *Zusammensetzung, Aufgaben und Tätigkeit von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung sowie die Kompetenzaufteilung zwischen diesen Organen*
- *Mitwirkungsrechte der Aktionäre, insbesondere das Recht zur Einberufung einer Generalversammlung und die Fristen zur Traktandierung von Verhandlungsgegenständen für die Generalversammlung*
- *Vereinbarungen mit dem Kader, die Kontrollwechselklauseln enthalten (golden parachutes etc.).*

Mit der Richtlinie Corporate Governance schreibt die SIX den kotierten Gesellschaften nicht eine bestimmte Corporate Governance vor. Ziel dieser Richtlinie ist es vielmehr, den Anlegern die Informationen zu verschaffen, die notwendig sind, um die Corporate Governance eines Unternehmens zu beurteilen bzw. um abzuschätzen, ob die Führungsstrukturen des Unternehmens tatsächlich so gestaltet sind, dass die Interessen der Anleger gewahrt werden.

1. Der Anwendungsbereich der Richtlinie Corporate Governance

Die Richtlinie Corporate Governance ist auf sämtliche an der SIX kotierten schweizerischen Unternehmen anwendbar, sowie auch auf ausländische Unternehmen, deren Beteiligungsrechte an der SIX, nicht aber im Heimatstaat kotiert sind[143].

2. Der Corporate Governance-Bericht als Teil des Geschäftsberichtes

In der Richtlinie Corporate Governance sieht die SIX als obligatorischen Teil des Jahresberichtes eine Berichterstattung über die Corporate Governance des Unternehmens vor. Dieser Corporate Governance-Bericht muss ein separater und abgeschlossener Teil des Geschäftsberichtes sein, der alle in der Richtlinie Corporate Governance bzw. im Anhang zur dieser Richtlinie aufgeführten Informationen enthält. Es ist zwar gemäss Art. 6 Richtlinie Corporate Governance möglich, im Corporate Governance-Bericht auf

143 Art. 3 der Richtlinie Corporate Governance, vgl. Sanktion der SWX vom 27. November 2003 gegen Formula First Ltd.

andere Teile des Jahresberichtes zu verweisen[144]. Es ist aber nicht zulässig, ohne spezifischen Verweis im Corporate Governance-Bericht, Informationen wegzulassen, die sich in anderen Kapiteln des Geschäftsberichtes befinden, da es den Marktteilnehmern nicht zuzumuten ist, den Geschäftsbericht nach den für die Corporate Governance wesentlichen Informationen zu durchsuchen[145]. Gemäss Art. 6 der Richtlinie Corporate Governance kann der Corporate Governance-Bericht auch auf Dokumente ausserhalb des Geschäftsberichtes verweisen, soweit diese leicht zugänglich sind[146]. In diesem Sinne kann z.B. bezüglich der Abgrenzung der Kompetenzen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung auf ein Organisationsreglement verwiesen werden, das auf der Homepage der Gesellschaft publiziert wird[147]. Es genügt dagegen nicht, wenn die betreffenden Informationen bei der Gesellschaft auf besondere schriftliche Anfrage hin bezogen werden können[148].

Der Corporate Governance-Bericht soll sich gemäss Ziff. 5 der Richtlinie Corporate Governance auf die für die Investoren wesentlichen Informationen beschränken und diese in sachgerechter und verständlicher Weise darlegen[149]. Adressat ist wie beim Prospekt der durchschnittliche, sachkundige Investor[150], sodass sich die Formulierung auf dessen Wissensstand abstützen kann. Bezüglich Klarheits- und Wahrheitsgebot kann deshalb auf die Ausführungen zum Prospekt weiter hinten verwiesen werden.

Obwohl die Richtlinie Corporate Governance keine materiellen Vorschriften über die Corporate Governance enthält, hat sie auf diese doch klare Auswirkungen; kotierte Gesellschaften werden durch die Pflicht zur Offenlegung dazu gezwungen, ihre eigene Corporate Governance im Hinblick auf die Darstellung gegenüber den eigenen Aktionären zu überdenken. Dies führt bei den meisten Unternehmen dazu, dass sie sich bemühen, ihre Corporate Governance den Erwartungen der Anleger, die im Wesentlichen durch den in Ziff. D.1 dargestellten Code of Best Practice geformt werden, anzupassen.

3. Offenlegungspflichten gemäss Richtlinie Corporate Governance

Im Anhang zur Richtlinie Corporate Governance werden die Informationen aufgeführt, die kotierte Unternehmen im Corporate Governance-Kapitel ihres Geschäftsberichtes offenlegen müssen:

---

144 Z.B. kann bezüglich der Liste der Tochtergesellschaften und der Konzernstruktur auf Anhänge in der Finanzberichterstattung verwiesen werden.

145 Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. November 2006 (ZUL-CG II/06), E.23.

146 Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. November 2006 (ZUL-CG I/06), E.14.

147 Entscheid der Zulassungsstelle vom 10. April 2006 (ZUL-CG VI/05), E.11.

148 Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. November 2006 (ZUL-CG I/06), E.14 ff.

149 Entscheid der Zulassungsstelle vom 29. November 2005 (ZUL-CG IV/05), E.6.

150 Ziff. 5 N 2 f. Kommentar zur Corporate Governance-Richtlinie der SWX.

4. Darstellung der Konzernstruktur der Gesellschaft[151]

Der Corporate Governance-Bericht muss die Konzernstruktur der Gesellschaft beschreiben, wobei insbesondere alle Gesellschaften, die zum Konsolidierungskreis gehören, unter Angabe von Firma, Sitz, Aktienkapital und der betreffenden Beteiligungsquote aufgeführt werden müssen[152]. Normalerweise wird dieser Punkt dadurch erfüllt, dass ein Organigramm des Konzerns und eine Liste der einzelnen Tochtergesellschaften in den Jahresbericht aufgenommen werden.

5. Aktionäre[153]

Aktionäre bzw. Aktionärsgruppen, welche die Meldegrenze von Art. 20 BEHG überschreiten[154], müssen im Corporate Governance-Bericht unter Angabe ihrer Beteiligung aufgeführt werden. Bei Aktionärsgruppen müssen auch die Kernelemente von Aktionärbindungsverträgen dargestellt werden, soweit sich diese aus den gemäss Art. 20 BEHG notwendigen Veröffentlichungen ergeben. Nach dem Wortlaut von Ziff. 1.2 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance sind nur die im vergangenen Geschäftsjahr neu gemeldeten Beteiligungen bzw. Änderungen von Beteiligungen offenzulegen, die meisten Unternehmen stellen heute aber in ihrem Corporate Governance-Bericht alle wesentlichen Aktionäre dar, da Art. 663c OR ohnehin verlangt, dass Aktionäre, die mehr als 5% der Aktien besitzen, im Anhang zur Jahresrechnung offengelegt werden.

6. Kreuzbeteiligungen[155]

Im Corporate Governance-Bericht müssen auch alle wechselseitigen Beteiligungen mit anderen Unternehmen aufgeführt werden, soweit diese 5% des Kapitals überschreiten, damit der Aktionär wechselseitige Verflechtungen zwischen Unternehmen und die entsprechenden Abhängigkeiten erfassen kann.

6.1 Kapitalstruktur[156]

Im Corporate Governance-Bericht muss die Höhe des Kapitals[157], einschliesslich genehmigtem und bedingtem Kapital, sowie auch die Veränderung des Kapitals in den letzten drei Geschäftsjahren dargestellt werden. Soweit die Gesellschaft Dritten Wandel- und Optionsrechte eingeräumt[158] bzw. Mitarbeiteroptionen ausgegeben hat, sind diese

---

151 Ziff. 1.1 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance.

152 Bei einer Konzernstruktur mit einer Vielzahl von Tochtergesellschaften müssen allerdings nur die wesentlichen Gesellschaften offengelegt werden; Dormant Companies ohne wesentliche Nettoaktiven und Hilfsgesellschaften müssen dagegen nicht einzeln aufgeführt werden; vgl. Ziff. 1.1.2 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance.

153 Ziff. 1.2 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance.

154 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33 1/3, 50, 66 1/3% der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht.

155 Ziff. 1.3 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance.

156 Ziff. 2 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance.

157 Aktien- und PS-Kapital.

158 Dazu gehören insbesondere auch Rechte, die den Inhabern von Wandel- und Optionsanleihen eingeräumt worden sind.

Verpflichtungen einschliesslich Laufzeit und Ausübungspreis sowie die entsprechenden Begünstigten offenzulegen, damit die Aktionäre die potentielle Verwässerung abschätzen können, die bei der Ausübung der Wandel- und Optionsrechte eintritt.

Die Rechte der Beteiligungspapiere, welche die Gesellschaft ausgegeben hat, müssen im Corporate Governance-Bericht ebenfalls dargestellt werden. Diese Beschreibung ist insbesondere dann wichtig, wenn eine Gesellschaft über mehrere Kategorien von Beteiligungspapieren mit unterschiedlichen Rechten, wie z.B. Inhaber-, Namen- oder Stimmrechtsaktien, Partizipations- und Genussscheine, verfügt, damit sich die Aktionäre ein Bild über ihre Rechtsstellung im Verhältnis zu anderen, an der Gesellschaft ebenfalls beteiligten Personen machen können. Die Beschreibung der Rechte der einzelnen Beteiligungspapiere muss allerdings nicht die gesamte aktienrechtliche Ordnung wiedergeben. Notwendig ist lediglich die Darstellung der Vermögens- und Stimmrechte der einzelnen Kategorien sowie allfälliger Vorrechte und anderer Regelungen, die von der gesetzlichen Ordnung abweichen.

Im Rahmen der Darstellung des Kapitals müssen auch die allenfalls bestehenden Eintragungsbeschränkungen bzw. Vinkulierungsregeln einschliesslich allfälliger Gruppenklauseln und Ausnahmebestimmungen beschrieben werden[159]. Soweit der Verwaltungsrat im vorangehenden Jahr von diesen Eintragungsbeschränkungen Ausnahmen gewährt hat, müssen diese einschliesslich der jeweiligen Begründung dargestellt werden[160]. Der Zwang, Ausnahmen und ihre Begründung offenzulegen, führt dazu, dass sich der Verwaltungsrat sehr gut überlegen muss, ob er tatsächlich Ausnahmen von einer statutarisch vorgesehenen Vinkulierung gewähren will. Die Darstellung der betreffenden Ausnahmen und ihrer Begründung kann nämlich dazu führen, dass Aktionäre, denen keine Ausnahme gewährt wurde, aufgrund des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebotes[161] ebenfalls auf eine Eintragung in das Aktienbuch mit vollem Stimmrecht klagen können. Im Rahmen der Darstellung der Vinkulierung ist auch die Behandlung allfälliger Nominees[162] darzustellen, damit sich diese nach der Eintragungspraxis des Unternehmens richten können.

---

159 Gemäss Art. 685d OR können die Statuten einer kotierten Gesellschaft vorsehen, dass ein Aktionär (bzw. eine Gruppe von untereinander verbundenen Aktionären) bei Namenaktien maximal für einen bestimmten Prozentsatz des Kapitals mit vollem Stimmrecht in das Aktienbuch der Gesellschaft eingetragen wird; soweit der Aktienbesitz eines Aktionärs bzw. einer Aktionärsgruppe über diesen Prozentsatz hinaus geht, wird der betreffende Aktionär für diese Aktien als Aktionär ohne Stimmrecht im Aktienbuch der Gesellschaft eingetragen, womit er zwar alle Vermögensrechte eines Aktionärs, aber kein Stimmrecht, erhält.

160 Ziff. 2.6.2 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance.

161 Art. 717 Abs. 2 OR verlangt, dass der Verwaltungsrat einer Gesellschaft sämtliche Aktionäre in gleicher Lage gleich behandelt. Dies gibt Aktionären, die sich in gleicher oder ähnlicher Lage befinden, wie die Aktionäre, denen eine Ausnahmebewilligung gewährt wurde, Anspruch auf Eintragung.

162 Banken und Broker, die sich anstelle der betreffenden Aktionäre eintragen lassen.

7. Verwaltungsrat[163]

7.1 Zusammensetzung

Der Corporate Governance-Bericht muss die Mitglieder des Verwaltungsrats unter Angabe von Nationalität, Ausbildung, beruflichem Hintergrund[164] und ihrer jeweiligen Amtsperiode aufführen[165]. Die meisten Unternehmen gehen allerdings in dieser Beziehung weiter und stellen ihre Verwaltungsratsmitglieder mit kurzen Lebensläufen vor.

Bei den im Unternehmen operativ tätigen Verwaltungsratsmitgliedern ist die Tätigkeit für das Unternehmen darzustellen, während bei den anderen Mitgliedern Beratungstätigkeiten und andere wesentliche Geschäftsbeziehungen mit dem Unternehmen[166] sowie auch frühere Führungsfunktionen offengelegt werden müssen, sofern die betreffenden Verwaltungsratsmitglieder in den letzten drei Jahren der Geschäftsleitung des Unternehmens angehörten.

Bei allen Verwaltungsratsmitgliedern sind politische Ämter und eine allfällige Tätigkeit in Führungs- und Aufsichtsgremien anderer bedeutender Unternehmen[167] sowie dauernde Beratungsfunktionen für Interessengruppen offenzulegen, damit die Aktionäre allfällige Interessenbindungen der Verwaltungsratsmitglieder erkennen können.

7.2 Wahl

Im Rahmen des Corporate Governance-Berichts muss auch das für den Verwaltungsrat angewendete Erneuerungsverfahren erklärt werden, d.h. es muss dargestellt werden, ob der Verwaltungsrat jeweils gesamthaft erneuert wird, oder ob – wie bei vielen Gesellschaften üblich – eine gestaffelte Erneuerung stattfindet, bei der die Amtsperioden der Verwaltungsräte in verschiedenen Jahren ablaufen und deshalb immer wieder nur ein Teil des Verwaltungsrats erneuert wird.

---

163 Ziff. 3 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance.

164 Entscheid der Zulassungsstelle vom 29. November 2005 (ZUL/CG/IV/05), E.1; Ziff. 3.1 N 2 f. Kommentar zur Corporate Governance Richtlinie der SWX; bezüglich Ausbildung ist zumindest die letzte abgeschlossene Ausbildungsstufe anzugeben, beim beruflichen Hintergrund dagegen die wesentlichen Stationen des bisherigen Werdegangs, wobei der Kommentar ein Beispiel einer zusammengefassten Darstellung des berufliches Hintergrundes enthält.

165 Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. November 2006 (ZUL/CG/II/06), E.13; Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. November 2006 (ZUL/CG/I/06), E.25 ff. (die Mitglieder der Ausschüsse des Verwaltungsrats wurden nicht aufgeführt).

166 Z.B. Kunden- und Lieferantenbeziehungen sowie auch Erbringung von Dienstleistungen. Dabei müssen nicht nur geschäftliche Beziehungen zwischen dem Verwaltungsrat persönlich und dem Unternehmen offengelegt werden, sondern auch Geschäftsbeziehungen zwischen dem Unternehmen und den vom betreffenden Verwaltungsrat repräsentierten Gesellschaften und anderen Organisationen.

167 Dem Zweck der Richtlinie Corporate Governance entsprechend müssen als bedeutende Unternehmen alle Unternehmen betrachtet werden, welche zu einer Interessenbindung des betreffenden Verwaltungsratsmitgliedes führen können, d.h. andere kotierte Unternehmen wie auch nicht kotierte Unternehmen, die als Lieferanten, Kunden oder potentielle Konkurrenten die Tätigkeit des Verwaltungsratsmitgliedes bei der betreffenden Gesellschaft beeinflussen können.

7.3 Interne Organisation, Ausschüsse, Arbeitsweise und Kompetenzen

Der Corporate Governance-Bericht muss auch die interne Organisation des Verwaltungsrats beschreiben, wobei insbesondere die Aufgabenteilung unter den einzelnen Mitgliedern[168] sowie die personelle Zusammensetzung der Ausschüsse dargestellt werden muss[169]. Dabei sind auch die Aufgaben des Verwaltungsrats bzw. der einzelnen Ausschüsse sowie ihre Arbeitsweise[170] zu beschreiben[171]. Es ist allerdings nicht nötig, das gesamte Organisationsreglement, das diese Punkte normiert, offenzulegen; es genügt, die wesentlichen Aufgaben und Kompetenzen der einzelnen Ausschüsse darzustellen[172].

Auch die Kompetenzregelung zwischen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung einschliesslich Ausgestaltung der Information- und Kontrollinstrumente des Verwaltungsrats gegenüber der Gesellschaft (MIS und Risikomanagement) müssen im Corporate Governance-Bericht dargestellt werden[173]. In diesem Bereich kann sich der Corporate Governance-Bericht aber auf die Grundzüge der Kompetenzaufteilung sowie auf eine summarische Beschreibung der Kontrollinstrumente und ihres Einsatzes beschränken. Auch in der vereinfachten Darstellung muss allerdings angegeben werden, welche Beschlüsse dem Verwaltungsrat nach den anwendbaren Reglementen vorbehalten sind. Es genügt daher nicht, bloss zu erwähnen, dass die gesamte operative Geschäftsführung unter Vorbehalt der anwendbaren Reglemente an ein Geschäftsleitungsorgan delegiert worden ist. In diesen Reglementen enthaltene Zustimmungsvorbehalte des Verwaltungsrats müssten vielmehr einzeln aufgeführt oder hinlänglich klar umschrieben werden[174].

7.4 Geschäftsleitung[175]

Im Corporate Governance-Bericht müssen die Mitglieder der Geschäftsleitung aufgeführt werden, wobei Funktion, Ausbildung und beruflicher Hintergrund beschrieben werden müssen[176]. Normalerweise werden zu diesem Zweck in den Corporate Governance-Bericht kurze Lebensläufe der Geschäftsleitungsmitglieder aufgenommen, die diese Punkte abdecken.

---

168 Dabei sind insbesondere nicht nur die Funktionen als Präsident, Vizepräsident oder Sekretär darzustellen, sondern auch allfällige weitere Aufgaben wie die Position eines Lead Directors oder eines Umweltbeauftragten etc.

169 Entscheid der Disziplinarkommission vom 18. Juni 2007 (DK/CG/III/06), E.6.

170 Insbesondere Sitzungsrhythmus, Verwendung des Management Information Systems des Verwaltungsrats und seiner Ausschüsse.

171 Entscheid der Disziplinarkommission vom 26. April 2006 (DK/CG/I/06), E.3.

172 Entscheid der Disziplinarkommission vom 18. Juni 2007 (DK/CG/III/06), E.2.

173 Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. November 2006 (ZUL/CG/II/06), E.12; Entscheid der Zulassungsstelle vom 10. April 2006 (ZUL/CG/VI/05), E.11.

174 Entscheid der Zulassungsstelle vom 10. April 2006 (ZUL/CG/VI/05), E.11 f.

175 Ziff. 4 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance.

176 Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. November 2006 (ZUL/CG/II/06), E.13; Entscheid der Zulassungsstelle vom 29. November 2005 (ZUL/CG/V/05), E.7 ff.; Entscheid der Zulassungsstelle vom 29. November 2005 (ZUL/CG/V/05), E.24 ff.

Für sämtliche Geschäftsleitungsmitglieder müssen zusätzlich noch die Tätigkeiten in Führungs- und Aufsichtsgremien anderer bedeutender Unternehmen, politische Ämter sowie Leitungs- und Beratungsfunktionen bei Interessengruppen offengelegt werden, damit die Aktionäre nicht nur eine allfällige Interessenbindung der Geschäftsleitungsmitglieder erkennen, sondern auch ihre anderweitige zeitliche Beanspruchung abschätzen können. Falls Drittpersonen ausserhalb des Unternehmens die Geschäftsleitung aufgrund von Managementverträgen wahrnehmen, sind diese Verträge einschliesslich ihrer wesentlichen Bedingungen offenzulegen[177].

7.5 Entschädigungen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung[178]

Da ab 1. Januar 2014 Art. 13 Vergütungsverordnung bei kotierten Gesellschaften eine weitgehende Offenlegung der Bezüge von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat im Vergütungsbericht verlangt, beschränkt sich der Corporate Governance-Bericht im Wesentlichen auf die Darstellung der Grundzüge des Entschädigungssystems. Soweit die betreffenden Angaben ohnehin im Vergütungsbericht aufgenommen werden, was im Code of Best Practice vorgesehen wird, genügt es, im Corporate Governance Bericht auf die entsprechenden Stellen im Vergütungsbericht zu verweisen.

Im Einzelnen verlangt die Richtlinie Corporate Governance, dass folgende Informationen offengelegt werden:

7.6 Das Verfahren zur Bestimmung von Entschädigungen

Gemäss Ziff. 5.1 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance muss das Verfahren offengelegt werden, in dem die Entschädigungen von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat bestimmt werden. In diesem Rahmen muss insbesondere dargestellt werden, welche Organe die Kompetenz haben, diese Entschädigungen zu bestimmen[179]. Dabei ist die Kompetenzaufteilung bzw. das Zusammenwirken von Verwaltungsrat und Entschädigungsausschuss aufzuzeigen. Zusätzlich muss auch dargelegt werden, welche Saläre der Verwaltungsrat und der Entschädigungsausschuss direkt festlegen und ab welcher Führungsstufe diese von der Geschäftsleitung bestimmt werden.

7.7 Materielle Grundsätze des Entschädigungssystems

Damit sich die Aktionäre ein Bild über die Bezüge von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung machen können, muss der Corporate Governance-Bericht die Grundlagen und wesentlichen Elemente der Entschädigungs- und Beteiligungsprogramme von Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitgliedern darstellen[180]. Dementsprechend müssen die

---

177 Diese Situation findet sich vor allem bei Investment- und Immobiliengesellschaften, die zum Teil einzelnen Bereiche der Geschäftsleitung outsourcen.

178 Ziff. 5 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance.

179 Entscheid der Zulassungsstelle vom 29. November 2005 (ZUL/CG/V/05), E.14 ff.

180 Ziff. 5.1 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance; Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. November 2006 (ZUL/CG/I/06), E.19 ff. sowie E.14 mit Aufzählung der Fehler; Entscheid der Zulassungsstelle vom 29. November 2005 (ZUL/CG/V/05), E.18.

einzelnen Elemente, wie Fixlöhne und erfolgs- bzw. leistungsabhängige Entschädigungen sowie Options- und Beteiligungsprogramme beschrieben und das ungefähre Verhältnis zwischen diesen Elementen dargestellt werden. Die blosse Feststellung, dass die Mitglieder von Geschäftsleitung bzw. Verwaltungsrat eine fixe und eine variable Entschädigung erhalten, genügt dagegen nicht[181]. Zusätzlich müssen auch die Kriterien beschrieben werden, gemäss denen die erfolgs- und leistungsabhängigen Komponenten bestimmt werden. Die Darstellung der relevanten Kriterien und ihrer ungefähren quantitativen Auswirkungen genügt allerdings; es ist nicht notwendig, dass detaillierte Berechnungsschemen offengelegt werden.

7.8 Konkrete Entschädigungen

Die konkreten Entschädigungen, die ausbezahlt werden, müssen im Corporate Governance-Bericht nicht offengelegt werden, da diese gemäss Art. 663b^{bis} OR im Anhang zur Jahresrechnung aufgeführt werden müssen. Ziff. 5.2 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance verlangt allerdings, dass ausländische Gesellschaften, deren Effekten zwar an der SIX, nicht aber im Heimatstaat, kotiert sind, in ihrem Corporate Governance-Bericht alle Angaben machen müssen, die Schweizer Gesellschaften gemäss Art. 663b^{bis} OR im Anhang zur Jahresrechnung zu erbringen haben.

7.9 Mitwirkungsrechte der Aktionäre[182]

Im Corporate Governance-Bericht müssen einzelne Aspekte der Mitwirkungsrechte der Aktionäre dargestellt werden, damit die Aktionäre abschätzen können, welchen Einfluss sie konkret auf die Meinungsbildung innerhalb der Gesellschaft nehmen können:

7.10 Stimmrechtsbeschränkung

Im Rahmen der Darstellung der Mitwirkungsrechte sind gemäss Ziff. 6.1 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance insbesondere allfällige Stimmrechtsbeschränkungen darzustellen, da diese den Einfluss beschränken, den der einzelne Aktionär aufgrund seiner Beteiligung auf die Gesellschaft hat[183]. Damit sich die Aktionäre ein Bild davon machen können, ob und wie eine derartige Stimmrechtsbeschränkung aufgehoben werden kann, müssen auch die Voraussetzungen zur Aufhebung der Stimmrechtsbeschränkungen dargestellt werden[184]. Soweit der Verwaltungsrat der Gesellschaft von einer allfälligen Stimmrechtsbeschränkung Ausnahmen gewähren kann, sind des Weiteren alle Ausnahmen, die im betreffenden Jahr gewährt worden sind, sowie die Begründungen dieser Ausnahmen offenzulegen. Diese Pflicht zur Offenlegung von Ausnahmen hat – genau gleich wie bei der Vinkulierung[185] – die Konsequenz, dass der Verwaltungsrat

---

181 Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. November 2006 (ZUL/CG/I/06), E.24.

182 Ziff. 6 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance.

183 Gemäss Art. 692 OR kann die Zahl der Stimmen, die eine Person an der Generalversammlung ausüben kann, beschränkt werden. Verschiedene kotierte Gesellschaften sehen heute derartige Beschränkungen vor (X% der ausgegebenen Aktien, oder X% der an der Generalversammlung vertretenen Aktien), die meist mit einer Gruppenklausel verbunden sind.

184 Die Statuten sehen meist vor, dass eine Aufhebung nur mit qualifizierter Mehrheit möglich ist.

185 Dazu Ziff. 4.3.1. hinten.

Ausnahmen sehr gut begründen muss, da sonst Aktionäre, denen keine Ausnahme gewährt wurde, aufgrund des Gleichbehandlungsgrundsatzes[186] ebenfalls eine Ausnahme verlangen können, wenn ihre Situation ähnlich ist wie die der Aktionäre, die von der Ausnahme profitieren konnten.

7.11 Mehrheitserfordernisse

Damit sich die Aktionäre ein Bild über die für Beschlüsse notwendigen Mehrheiten machen können, müssen gemäss Ziff. 6.2 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance allfällige statutarische Mehrheitserfordernisse, die über die gesetzlichen Bestimmungen[187] hinausgehen, offengelegt werden. Dies verpflichtet Unternehmen insbesondere dazu, qualifizierte Mehrheitserfordernisse, die Teil eines Abwehrdispositivs gegen feindliche Übernahmen sind[188], darzustellen.

7.12 Einberufung der Generalversammlung und Vertretung

Damit sich die Aktionäre darüber orientieren können, wie sie an der Generalversammlung teilnehmen können, sind gemäss Ziff. 6.1.4 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance die statutarischen Regeln zur Teilnahme und Vertretung an der Generalversammlung darzustellen[189], sofern diese vom Gesetz abweichen. Zusätzlich müssen gemäss Ziff. 6.3 und 6.4 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance auch die Regeln über die Einberufung der Generalversammlung und die Traktandierung eines Verhandlungsgegenstandes dargestellt werden, wobei insbesondere bekannt gegeben werden muss, bis zu welchem Zeitpunkt die Gesuche zur Aufnahme zusätzlicher Traktanden eingereicht werden müssen[190].

Da sich häufig die Frage stellt, bis zu welchem Zeitpunkt Aktionäre im Hinblick auf eine bevorstehende Generalversammlung in das Aktienbuch der Gesellschaft eingetragen werden können, sind gemäss Ziff. 6.5 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance auch diese Regeln offenzulegen, sodass die Aktionäre ihre Eintragungsgesuche zeitgerecht einreichen können[191].

7.13 Abwehrmassnahmen und Kontrollwechselklauseln[192]

Der Corporate Governance-Bericht verlangt nicht, dass das gesamte Abwehrdispositiv gegen feindliche Übernahmen offengelegt wird[193]. Dagegen muss aber gemäss Ziff. 7.1

---

186 Gemäss Ziff. 717 Abs. 2 OR muss der Verwaltungsrat sämtliche Aktionäre in gleicher Situation gleich behandeln.

187 Insbesondere Art. 704 OR.

188 Viele Unternehmen sehen vor, dass die Statutenbestimmungen über die Vinkulierung und die Stimmrechtsbeschränkung nur mit einer qualifizierten Mehrheit geändert werden können, und dass eine derartige Mehrheit auch notwendig ist, um Namen- in Inhaberaktien zu wandeln, sowie um mehrere Verwaltungsräte gleichzeitig abzuberufen.

189 Art. 689 Abs. 2 OR erlaubt die Vertretung durch Dritte; die Statuten verschiedener Gesellschaften sehen aber vor, dass nur andere Aktionäre als Vertreter bestimmt werden können.

190 Entscheid der Disziplinarkommission vom 26. April 2006 (DK/CG/I/06), E.6.

191 Entscheid der Disziplinarkommission vom 26. April 2006 (DK/CG/I/06), E.7 und E.14.

192 Ziff. 7 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance.

Anhang zur Richtlinie Corporate Governance ein allfälliges Opting-Up oder Opting-Out[194] dargestellt werden, damit die Aktionäre erkennen können, ob sie bei einem Wechsel der Mehrheitsverhältnisse ein öffentliches Angebot erwarten können bzw. ob die Preisregeln für Zwangsangebote bei einem allfälligen öffentlichen Angebot gelten.

Falls mit Mitgliedern des Verwaltungsrats, der Geschäftsleitung oder des Kaders vereinbart wurde, dass sie bei einem Wechsel der Kontrolle über das Unternehmen[195] Anspruch auf besondere Leistungen haben[196] bzw. dass bei einer Auflösung des Arbeitsverhältnisses nach einem Kontrollwechsel längere Kündigungsfristen gelten oder Abgangsentschädigungen bezahlt werden müssen, sind die entsprechenden Klauseln sowie die begünstigten Personen offenzulegen[197]. Dabei muss der Corporate Governance-Bericht auch die Berechnungsgrundlagen der Leistungen der Gesellschaft offenlegen, damit die Anleger die ungefähre Belastung der Gesellschaft im Falle einer Übernahme abschätzen können.

Die Bekanntgabe von Kontrollwechselklauseln beschränkt sich gemäss Ziff. 7 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance auf die Vereinbarungen mit Geschäftsleitung, Verwaltungsrat und weiterem Kader. Kontrollwechselklauseln in Verträgen mit Dritten, wie z.B. Lizenzgebern, Lieferanten oder Finanzpartnern, müssen dagegen nicht offengelegt werden.

7.14 Revisionsstelle[198]

Bezüglich der Revisionsstelle müssen im Corporate Governance-Bericht gemäss Ziff. 8.1 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance die Dauer des Mandates und auch die Amtsdauer des leitenden Revisors offengelegt werden[199]. Diese Angaben sind für den Anleger deshalb interessant, weil eine lang andauernde Beziehung zwar den Vorteil hat, dass die Revisionsstelle mit dem Unternehmen vertraut ist, aber auch den Nachteil kennt, dass die Revisionsstelle in ihrer Kritik an Zuständen, die sie bereits früher einmal toleriert hat, sehr zurückhaltend sein wird.

---

193 Die Hauptelemente eines Abwehrdispositivs (Stimmrechts- und Eintragungsbeschränkung sowie erhöhte Quoren für die Abänderung dieser Statutenbestimmungen) müssen allerdings, wie hinten in Ziff. F.4.3. dargestellt, ohnehin offengelegt werden.

194 Vgl. dazu Ziff. F.4.2.

195 Normalerweise wird ein derartiger Kontrollwechsel in den betreffenden Vereinbarungen dadurch definiert, dass ein Dritter eine Mehrheit der Aktien oder der Verwaltungsratsposition übernimmt.

196 Einschliesslich allfällige Bestimmungen in Beteiligungs- und Optionsplänen, die zum Wegfall von Sperr- oder Ausübungsfristen führen.

197 Ziff. 7.2 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance; Entscheid der Zulassungsstelle vom 10. April 2006 (ZUL/CG/VI/05), E.15.

198 Ziff. 8 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance; Entscheid der Zulassungsstelle vom 10. April 2006 (ZUL/CG/VI/05), E.17.

199 Entscheid der Zulassungsstelle vom 29. November 2005 (ZUL/CG/V/05), E.35.

Zusätzlich müssen gemäss Ziff. 8.2 bzw. 8.3 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance auch das Revisionshonorar[200] und alle zusätzlichen Honorare, welche die Revisionsstelle für Tätigkeiten ausserhalb der eigentlichen Revisionstätigkeit[201] erhält, offengelegt werden. Während die Höhe des Revisionsstellenhonorars einen gewissen Anhaltspunkt über die Tiefe der Revision liefert, zeigen die übrigen Honorare auf, inwieweit die Revisionsstelle von zusätzlichen Mandaten profitiert, was im Normalfall ihre Kritikfähigkeit stark einschränkt; eine Revisionsstelle wird sich einerseits hüten, eine Geschäftsleitung, die ihr Mandate erteilt, zu kritisieren und andererseits auch bei den Rechnungspositionen, die durch ihre eigene Beratung beeinflusst worden sind, entsprechend Zurückhaltung üben[202].

Nachdem der Prüfungsausschuss die Wirksamkeit der externen Revision beurteilen muss, müssen gemäss Ziff. 8.4 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance auch die Aufsichts- und Kontrollinstrumente des Verwaltungsrats zur Beurteilung der externen Revision im Corporate Governance-Bericht geschildert werden[203]. Dabei ist insbesondere darzustellen, wie die externe Revisionsstelle dem Prüfungsausschuss-Bericht erstattet, wie viele Sitzungen der Prüfungsausschuss bzw. der Verwaltungsrat mit der Revisionsstelle abhält und wie der Prüfungsausschuss die Revisionsstelle auswählt[204].

7.15 Informationspolitik

Im Corporate Governance-Bericht müssen gemäss Ziff. 9 Anhang zur Richtlinie Corporate Governance Rhythmus und Form der Information der Aktionäre dargelegt werden, ebenso wie permanente Informationsquellen wie z.B. Homepages etc. Dies ermöglicht es den Investoren, den Informationsfluss des Unternehmens besser zu verarbeiten und gegebenenfalls an der Generalversammlung auch Verbesserungen zu verlangen.

7.16 Comply or Explain

Die Aufzählung der Punkte, die gemäss Richtlinie Corporate Governance im Jahresbericht dargestellt werden müssen, zeigt letztlich eine weitgehende Fortschreibung der Informationen, die schon im Kotierungsprospekt offengelegt werden müssen, sodass die Anleger über diese für ihre Stellung wichtigen Fragen auch nach der Publikation des Prospektes kontinuierlich informiert werden. Die Richtlinie Corporate Governance verlangt allerdings nicht, dass die oben dargestellten Punkte im Geschäftsbericht zwingend offengelegt werden. Ein Unternehmen kann auch von einer Offenlegung Abstand neh-

---

200 Einschliesslich der Honorare für die Prüfung von Tochtergesellschaften.

201 Insbesondere Beratungshonorare für Steuer-, Rechts-, EDV- und Unternehmensberatung.

202 Zur Einschränkung der zusätzlichen Tätigkeit der Revisionsstelle durch die Vorschriften des Aktienrechts über die Unabhängigkeit von Revisionsstellen vgl. Ziff. D.1.3.4.2 vorne.

203 Entscheid der Disziplinarkommission vom 18. Juni 2007 (DK/CG/III/06), E.2 und E.5; Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. November 2006 (ZUL/CG/II/06), E.26 ff.; Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. November 2006 (ZUL/CG/I/06), E.31 ff.

204 Entscheid der Disziplinarkommission vom 18. Juni 2007 (DK/CG/III/06), E.5; Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. November 2006 (ZUL/CG/II/06), E.26; Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. November 2006 (ZUL/CG/I/06), E.31 ff.

men, muss in diesem Fall aber die Abweichung von der Richtlinie Corporate Governance begründen ("comply or explain")[205]. Diese Begründung muss nicht nur aufzeigen, welche Informationen zurück gehalten werden. Die Gesellschaft hat vielmehr im Corporate Governance-Bericht selbst darzulegen, weshalb es auf eine Bekanntgabe verzichtet hat[206]. Die Begründung muss sich dabei aus den Interessen der Gesellschaft ergeben, wobei der Verwaltungsrat das konkrete Interesse der Gesellschaft an der Geheimhaltung gegenüber dem Interesse der Aktionäre und der Marktteilnehmer an der Veröffentlichung abwägen und das Resultat dieser Abwägung im Bericht darstellen muss. Gemäss der Praxis der SIX genügen allgemeine Hinweise auf das Geschäftsgeheimnis dagegen nicht[207]. Legt ein kotiertes Unternehmen gewisse Informationen im Corporate Governance-Bericht nicht offen, d.h. benützt es die Möglichkeiten, welche die "Comply or Explain"-Option gibt, so führt dies allerdings meist zu sehr unangenehmen Fragen von Journalisten und Aktionären, weshalb nur sehr wenige Unternehmen diese Möglichkeit wahrnehmen[208].

205 Art. 7 Richtlinie Corporate Governance.

206 Entscheid der Zulassungsstelle vom 10. April 2006 (ZUL/CG/VI/05), E.22 ff.

207 Entscheid der Zulassungsstelle vom 10. April 2006 (ZUL/CG/VI/05), E.23 ff.

208 Vgl. dazu die Studie der SIX zur praktischen Umsetzung der Richtlinie Corporate Governance: http://www.six-exchange-regulation.com/obligations/governance_de.html (12. April 2010).

III. DIE KOTIERUNGSSTANDARDS DER SIX

Die SIX sieht für die Kotierung von Aktien verschiedene Standards vor, die der Geschäftstätigkeit der einzelnen Gesellschaften angepasst sind. Im Einzelnen handelt es sich um folgende Kotierungsstandards:

- Main Standard;
- Domestic Standard;
- Standard für Investmentgesellschaften;
- Standard für Immobiliengesellschaften.

Mit der Differenzierung der einzelnen Standards erreicht die SIX, dass sie für unterschiedliche Unternehmen attraktiv ist. So ermöglicht der Domestic Standard insbesondere auch kleinen, auf die Schweiz konzentrierten Unternehmen eine Kotierung. Die Kotierung dieser Unternehmen führt zwar nicht zu hohen Börsenumsätzen[209], hat aber eine wesentliche volkswirtschaftliche Bedeutung, da auf diese Weise auch für mittelgrosse Unternehmen der Kapitalmarkt geöffnet wird.

Die unterschiedlichen Standards sichern aber auch die Transparenz für die Anleger. Die Standards für Investment- und Immobiliengesellschaften enthalten spezifische Vorschriften über die Offenlegung von Informationen, die für die Bewertung derartiger Gesellschaften wesentlich sind, bei operativ tätigen Unternehmen aber keine Bedeutung haben[210].

Im Folgenden werden die Kotierungsbedingungen für die einzelnen oben dargestellten Standards dargestellt. Neben diesen Standards, die sich auf die Kotierung von Aktien und anderen Beteiligungspapieren beziehen, hat die SIX auch Standards für kollektive Kapitalanlagen (ETFs), für Hinterlegungsscheine sowie für Anleihen definiert. Diese Standards werden im Folgenden jedoch nicht behandelt, da sich die vorliegende Broschüre auf die Kotierung von Aktien und ähnlichen Beteiligungsrechten beschränkt.

---

209 Die Börsenumsätze konzentrieren sich auf die Titel des Main Standards, wobei der Hauptteil der Umsätze auf die SMI Werte entfällt.

210 Insbesondere regelmässige Angaben über den Net Asset Value sowie den Erwerb und Verkauf von Aktiven.

A. Operative Unternehmen: Main Standard und Domestic Standard

Für operativ tätige Unternehmen sieht die SIX zwei Standards mit unterschiedlichen Kotierungsvoraussetzungen vor: Der Main Standard, der für etablierte grössere Unternehmen geeignet ist, und der Domestic Standard, der für kleinere lokal verwurzelte sowie junge Unternehmen vorgesehen ist. Diese Standards sehen – entsprechend ihrer Zwecksetzung – zum Teil unterschiedliche Kotierungskriterien vor:

	Main Standard	*Domestic Standard Local Caps*
- Existenz des Unternehmens:	*3 Jahre*	*2 Jahre*
- Eigenkapital:	*CHF 25 Mio.*	*CHF 2,5 Mio.*
- Streuung im Publikum:	*25% , wobei sich der Marktwert der im Publikum gestreuten Titel auf mind. CHF 25 Mio. belaufen muss*	*20%, wobei sich der Marktwert der im Publikum gestreuten Titel auf mind. CHF 5 Mio. belaufen muss*
- Rechnungslegungsstandard:	*IFRS oder US-GAAP*	*Swiss GAAP FER, IFRS oder US-GAAP*
- Berichterstattung:	*Jahresbericht , (inkl. Corporate Governance Bericht), Halbjahresberichte, Management Transaktionen Ad hoc-Publizität*	*Jahresberichte (inkl. Corporate Governance Bericht), Halbjahresberichte, Management Transaktionen und Ad hoc-Publizität*

Die SIX bietet für die Kotierung von operativen Unternehmen zwei Standards an: einerseits der Main Standard, der für die Kotierung etablierter grösserer Gesellschaften vorgesehen ist, andererseits der Domestic Standard, der für kleinere Firmen sowie für lokal verwurzelte Gesellschaften, die auf internationale Rechnungslegungsstandards verzichten wollen, konzipiert ist[211].

[211] Bis zum 1. April 2004 existierte auch noch das "SWX New Market Segment", das 1999 speziell für junge und wachstumsträchtige Unternehmen eingerichtet worden war. Per 1. April 2004 wurden alle in diesem Segment kotierten Gesellschaften in das Hauptsegment (heute Main Standard) umgeteilt (dazu im Einzelnen Mitteilung der Zulassungsstelle Nr. 4/2004 vom 8. März 2004). Nach einer anfänglich sehr positiven Entwicklung des SWX New Market war es – parallel zum deutschen Neuen Markt – zu Rückschlägen und Problemen gekommen, da kaum eines der kotierten Unternehmen die hohen Erwartungen, die bei der Emission geweckt worden waren, erfüllen konnte. Einen gewissen Ersatz für dieses Spezial-Segment, das nicht in einem SIX-Standard überführt wurde, ist die in Art. 3 Abs. 3 der Richtlinie betr. Ausnah-

Fortzsetzung auf nächster Seite

1. Main Standard

Eine Kotierung nach dem Main Standard setzt voraus, dass das Unternehmen bzw. die zu kotierenden Aktien folgende Kriterien erfüllen:

1.1 Gesellschaftsrechtliche Grundlagen

1.1.1 Rechtmässige Existenz der Gesellschaft

Die Kotierungsvorschriften schreiben keine bestimmte Rechtsform der zu kotierenden Gesellschaft[212] vor und lassen auch die Kotierung ausländischer Gesellschaften ohne weiteres zu. Gemäss Art. 10 KR muss das Unternehmen als Voraussetzung ihrer Kotierung aber nachweisen, dass sie nach dem auf sie anwendbaren Recht rechtmässig gegründet worden ist und ihre Statuten diesem Recht entsprechen[213].

1.1.1.1 Gültige Ausgabe

Gemäss Art. 17 KR müssen die Aktien, die kotiert werden sollen, gemäss dem auf die Gesellschaft anwendbaren Recht gültig ausgegeben worden sein. Bei Aktien schweizerischer Gesellschaften wird der Nachweis der richtigen Ausgabe primär mit dem entsprechenden Handelsregisterauszug erbracht, wobei die Emissionsbanken in der Praxis auch noch die Technical Opinion eines Anwaltsbüros über die richtige Ausgabe und Einzahlung der Aktien verlangen.

1.1.1.2 Handelbarkeit

Gemäss Art. 21 KR müssen Beteiligungspapiere, die kotiert werden sollen, handelbar und gemäss dem auf die Gesellschaft anwendbaren Recht gültig ausgegeben worden sein. Beteiligungspapiere, deren Übertragung einer Genehmigung oder einer Einschränkung bezüglich des Kreises der Erwerber unterliegen, können kotiert werden, wenn dies die Erfüllung von an der Börse vereinbarten Transaktionen nicht hindert. Eine Kotierung ist dementsprechend möglich, wenn die betreffenden Einschränkungen die Übertragung der Vermögensrechte aus den kotierten Beteiligungspapieren nicht hindern, d.h. die Einschränkung nur die Ausübung von Stimmrechten betrifft, sodass der Käufer zwar Eigentümer der Beteiligungspapiere wird, aber die damit verbundenen Stimmrechte nicht ausüben kann. Die Vinkulierung von Namenaktien gemäss Art. 685d ff. OR hindert die Handelbarkeit daher nicht. Der Aktionär, der seine Aktien an der Börse erwirbt, wird gemäss Art. 685f OR auch dann Eigentümer der betreffenden Aktien und erwirbt die gesamten mit den Aktien verbundenen Vermögensrechte, wenn der Erwerb nicht

---

men zur Dauer des Bestehens der Emittenten (Track Record) vom 29. Oktober 2008 vorgesehene Ausnahme für die Kotierung von "jungen Unternehmen". Unter den in dieser Richtlinie vorgesehenen Bedingungen ist es möglich, ein Unternehmen zu kotieren, das nur ein Geschäftsjahr hinter sich hat.

212 Dementsprechend können die Anteile von Aktiengesellschaften, Kommanditaktiengesellschaften sowie Anteile von Genossenschaften kotiert werden. Bei Genossenschaften muss allerdings die Handelbarkeit der Genossenschaftsanteile durch entsprechende Statutenbestimmungen sichergestellt werden (z.B. waren an der Schweizer Börse während langer Zeit in die Anteile der Volksbank kotiert, die eine Genossenschaft war).

213 Bei schweizerischen Gesellschaften kann dieser Nachweis ohne weiteres mit dem Handelsregisterauszug erbracht werden. Bei ausländischen Gesellschaften ist meistens ein Rechtsgutachten notwendig.

genehmigt wird, weil sein Besitz die statutarisch festgesetzte prozentuale Eintragungsgrenze überschreitet[214]. Um für alle Beteiligten bei vinkulierten Namenaktien Klarheit über die Eintragungskriterien zu schaffen, verlangt die SIX, dass kotierte Gesellschaften ihre Eintragungskriterien der Börse mitteilen[215]. Die SIX publiziert die gemeldeten Eintragungskriterien auf ihrer Homepage und macht sie damit den Anlegern zugänglich[216].

Zur Vereinfachung des Eintragungsverfahrens bei vinkulierten Namenaktien haben die SIX und die Schweizer Banken auch das Verfahren der "Einmal-Eintragungsermächtigung" eingeführt, bei dem der Anleger einmal bei seiner Depotbank ein allgemeines Eintragungsgesuch unterzeichnet, das für sämtliche Namenaktien gilt, die der Anleger in Zukunft bei kotierten Unternehmen erwirbt. Auf der Basis dieses Eintragungsgesuchs kann die Depotbank dann bei sämtlichen neu erworbenen Aktien ein Eintragungsgesuch stellen. Dieses Verfahren hat die Eintragung von Aktionären in der Praxis stark erleichtert. Dennoch müssen Gesellschaften mit Namenaktien heute immer noch damit rechnen, dass ein grosser Prozentsatz der Aktionäre aus Diskretionsgründen auf eine Eintragung verzichtet und damit ein entsprechend grosser "Dispobestand" an nicht eingetragenen Namenaktien existiert[217].

1.2 Existenzdauer der Gesellschaft: Die Drei-Jahres-Regel

1.2.1 Grundsatz

Gemäss Art. 11 KR muss ein Unternehmen, das die Kotierung anstrebt, mindestens drei Jahre lang existiert haben und seine Jahresabschlüsse für die drei der Kotierung vorangehenden Geschäftsjahre gemäss den für kotierte Gesellschaften vorgeschriebenen Rechnungslegungsvorschriften, d.h. nach IFRS oder US-GAAP[218], erstellt haben[219]. Dies zwingt Gesellschaften, die bis zur Kotierung nicht diesen Standards gefolgt sind, ein Restatement zu machen, um die vorangehenden Jahresrechnungen nachträglich dem massgebenden Standard anzupassen[220].

Zweck der Drei-Jahres-Regel ist es, für den Anleger Transparenz bezüglich der wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklung des Unternehmens zu schaffen. Dieser Zweck kann aber nur erfüllt werden, wenn die Jahresabschlüsse der drei Geschäftsjahre nicht nur nach dem gleichen Rechnungslegungsstandard erstellt worden sind, sondern auch

---

214 Der Aktionär wird in diesem Fall für den überschiessenden Teil seiner Aktien als Aktionär ohne Stimmrecht in das Aktienbuch der Gesellschaft eingetragen.

215 Formular "Meldung Eintragungskriterien für vinkulierte Namenaktien und Stimmrechtsbeschränkungen"; bei der Neukotierung von Aktien müssen allfällig bestehende Eintragungs- und Stimmrechtsbeschränkungen im Kotierungsprospekt beschrieben werden (Ziff. C.1.5.3 hinten).

216 http://www.six-exchange-regulation.com/obligations/reporting/forms_de.html (13. April 2010).

217 Tatsächlich weisen heute mehrere grosse kotierte Gesellschaften einen Dispobestand von 30% und mehr auf.

218 Die Jahresrechnungen dieser drei Jahre müssen auch im Kotierungsprospekt veröffentlicht werden. Dazu Ziff. C.1.5.6 hinten.

219 Art. 12 KR; für eine Kotierung nach dem Domestic Standard sowie den Standards für Investment- und Immobiliengesellschaften genügt auch Swiss GAP FER.

220 Vgl. dazu Ziff. C.1.5.6.

bezüglich Konsolidierungskreis und Gliederung vergleichbar sind. Soweit Umstrukturierungen, Unternehmenskäufe oder Fusionen zu Veränderungen geführt haben, welche die Vergleichbarkeit einschränken, müssen diese Umstellungen daher im Kotierungsprospekt detailliert erläutert werden[221]. Falls es durch derartige Transaktionen beim Unternehmen zu starken Veränderungen des Umsatzes gekommen ist, verlangt die SIX zusätzlich, dass im Prospekt Pro Forma-Rechnungen veröffentlicht werden, welche die vergangenen Jahre so darstellen, wie wenn die betreffenden Transaktionen bereits früher durchgeführt worden wären[222].

1.2.2 Ausnahmen

Das Regulatory Board (Zulassungsstelle) kann auf der Basis von Art. 11 Abs. 2 KR und der Richtlinie Track Record[223] Ausnahmen von der Drei-Jahres-Regel vorsehen. Grundsätzlich werden Ausnahmen aber nur gewährt, wenn die Anleger im Kotierungsprospekt genügend Informationen erhalten, um die Gesellschaft zu beurteilen, obwohl diese keine geprüften historischen Zahlen für die vorangehenden drei Jahre vorlegen kann[224]. Zu diesem Zweck kann das Regulatory Board dem betreffenden Unternehmen Auflagen machen und insbesondere verlangen, dass die Entwicklung des Unternehmens durch Pro Forma-Rechnungen dargestellt wird[225].

Gemäss der Richtlinie Track Record können insbesondere in folgenden Fällen Ausnahmen von der Drei-Jahres-Regel gemacht werden:

1.2.3 Neu gegründete Unternehmen, die eine vorbestehende Tätigkeit fortsetzen

Eine Ausnahme von der Drei-Jahres-Regel kann gemäss Art. 3 Ziff. 1 Richtlinie Track Record insbesondere gewährt werden, wenn ein neu gegründetes Unternehmen eine bereits vorbestehende wirtschaftliche Tätigkeit eines oder mehrerer anderer Unternehmen weiterführt, weil es durch Fusion, Abspaltung oder eine ähnliche Transaktion aus vorbestehenden Unternehmen hervorgegangen ist[226]. Wenn das Regulatory Board in derartigen Fällen Ausnahmen von der Drei-Jahres-Regel gewährt, so muss die Gesellschaft gemäss der Richtlinie betreffend Darstellung von komplexen finanziellen Verhältnissen

---

221 Dazu Ziff. C. 1.5.7 hinten.

222 Zur Erstellung und zur Problematik von Pro Forma-Rechnungen hinten Ziff. B.1.1.2.2; vgl. Richtlinie betr. Darstellung von komplexen finanziellen Verhältnissen im Kotierungsprospekt vom 29. Oktober 2008 (Richtlinie Track Record).

223 Richtlinie betr. Ausnahmen zur Dauer des Bestehens der Emittenten (Track Record) vom 29. Oktober 2008.

224 Art. 2 der Richtlinie Track Record.

225 Art. 2 der Richtlinie Track Record, dazu im Einzelnen Ziff. C.1.5.7 hinten.

226 Beispiele für derartige Ausnahmen von der "Drei-Jahres-Regel" sind Spin-offs (Clariant 1995, Syngenta 2000, Swiss Prime Site 2000, PSP Swiss Property 2000, Allreal 2000, Lonza 1999), die Bildung von Holdinggesellschaften (Rentenanstalt/Swiss Life 2002, Zurich Financial Services 2000) und Fusionen (SBV/SBG zur UBS AG 1998). Der Umstand, dass ein Restatement früherer Jahresrechnungen für ein Unternehmen, das seine Jahresrechnungen bisher nicht nach IFRS oder US-GAAP erstellt hat, sehr zeitraubend oder kostspielig ist, rechtfertigt dagegen nach der Praxis der Zulassungsstelle eine Abweichung von der Drei-Jahres-Regel nicht.

im Kotierungsprospekt[227] allerdings zusätzliche Zahlen über die Unternehmen, aus denen es hervorgegangen ist, publizieren.

Der Prospekt muss bei Gesellschaften, die durch Fusionen entstanden sind, die geprüften kombinierten Zahlen nach IFRS bzw. US-GAAP für drei Jahre enthalten[228]. Sofern es nicht möglich ist, für diese drei Jahre einen kombinierten Abschluss in Übereinstimmung mit diesen Rechnungsstandards zu erstellen und zu prüfen, so müssen die Einzelabschlüsse der zusammengeführten Unternehmen in den Prospekt aufgenommen werden[229] und zusätzlich noch eine Pro Forma-Rechnung für das letzte, dem betreffenden Geschäftsjahr vorangehende Geschäftsjahr publiziert werden. Bei dieser Pro Forma-Rechnung werden die Verhältnisse so dargestellt, wie wenn die Fusion bereits beim Beginn des betreffenden Jahres durchgeführt worden wäre, wobei die für die Erstellung des Pro Forma-Abschlusses verwendeten Annahmen und Anpassungen offengelegt werden müssen.

Ist das neu zu kotierende Unternehmen durch eine Abspaltung eines oder mehrerer Unternehmen entstanden, so muss für das abgespaltene Unternehmen ein eigenständiger geprüfter Abschluss nach US-GAAP oder IFRS erstellt und geprüft werden, der im Prospekt publiziert wird. Zu diesem Zweck muss eine Carve-out Rechnung für die abgespaltenen Unternehmensbereiche erstellt werden, was meistens nur möglich ist, wenn Annahmen getroffen und Anpassungen an den historischen Zahlen vorgenommen werden[230]. Falls es aufgrund der notwendigen Annahmen nicht möglich ist, einen Abschluss zu erstellen, der vollumfänglich einem zugelassenen Rechnungsstandard entspricht[231], so muss ein Pro Forma-Abschluss vorgelegt werden, bei dem die Revisionsstelle eine prüferische Durchsicht (Review) vornimmt[232].

Zusätzlich zur Offenlegung des Zahlenmaterials verlangt das Regulatory Board bei neuen Unternehmen, die aus einem bestehenden Unternehmen entstanden sind, dass der Prospekt eine detaillierte Beschreibung der Transaktion enthält, die der Emission zugrunde liegt: Bei Spin-offs müssen dementsprechend die Bedingungen, unter denen der betreffende Unternehmensteil verselbständigt wird, im Detail dargestellt werden, während bei Fusionen die gesellschaftsrechtlichen Grundlagen der Fusion sowie die geplante Integration der einzelnen Unternehmen erklärt werden müssen.

---

227 Richtlinie betr. Darstellung von komplexen finanziellen Verhältnissen im Kotierungsprospekt vom 29.10.2008 (Richtlinie komplexe finanzielle Verhältnisse).

228 Art. 11 in Verbindung mit Art. 8 Richtlinie komplexe finanzielle Verhältnisse.

229 Art. 8 Abs. 2 Richtlinie komplexe finanzielle Verhältnisse.

230 Gerade die Gemeinkosten, die im Rahmen des Gesamtunternehmens anfallen, können den einzelnen Bereichen und damit auch dem abgespaltenen Unternehmen häufig nicht mit hinreichender Präzision zugeteilt werden, weshalb entsprechende Annahmen über die Aufteilung dieser Kosten (z.B. nach Umsätzen, etc.) getroffen werden müssen.

231 Z.B. weil die Gemeinkosten der Gesellschaften nicht in befriedigender Weise den einzelnen Bereichen zugeteilt werden konnten.

232 Art. 9 Abs. 2 Richtlinie komplexe finanzielle Verhältnisse.

1.2.4 Junge Unternehmen

Gemäss Art. 11 Abs. 2 KR und Art. 3 Ziff. 3 Richtlinie Track Record kann das Regulatory Board auch die Kotierung "junger Unternehmen" zulassen, die erst ein volles Geschäftsjahr existieren und die Kotierung nützen wollen, um eine Wachstumsstrategie zu finanzieren[233]. Damit eine derartige junge Gesellschaft kotiert werden kann, muss sie allerdings folgende zusätzliche Bedingungen aufführen[234]:

- Mindestens 50% der kotierten Aktien müssen aus einer Kapitalerhöhung mit Bareinlage stammen, d.h. die Kotierung muss direkt der Finanzierung des Unternehmens dienen[235];
- Das Unternehmen selbst sowie seine Organe und Hauptaktionäre müssen sich zu einem Lock-up verpflichten, wobei dieses Veräusserungsverbot für das Unternehmen 6 Monate dauert, für Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung sowie für Aktionäre, die mindestens 2% halten, aber für 12 Monate gilt[236];
- Der Kotierungsprospekt muss auf die spezifischen Risiken der Gesellschaft und ihrer Aktien hinweisen[237];
- Die Gesellschaft muss Quartalsberichte erstellen[238], die eine Bilanz, eine Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Mittelflussrechnung enthalten. Die Quartalsberichte müssen innert 2 Monaten nach Abschluss des betreffenden Quartals veröffentlich werden. Sie müssen dem Rechnungslegungsstandard entsprechen, der die Gesellschaft für ihren Jahresbericht verwendet, können aber eine einfachere Gliederung aufweisen als die Jahresberichte. Sobald eine unter diesen Ausnahmebestimmungen kotierte Gesellschaft eine Existenzdauer von 3 Jahren erreicht hat, entfällt die Pflicht zur Publikation von Quartalsberichten.

1.3 Eigenkapital

Gemäss Art. 15 KR muss eine Gesellschaft für die Kotierung am Hauptsegment mindestens ein Eigenkapital in Höhe von CHF 25 Mio. aufweisen. Das erforderliche Eigenkapital muss sich dabei aus der letzten konsolidierten Bilanz ergeben. Wenn die Kotierung mit einer Kapitalerhöhung verbunden ist, genügt es allerdings, wenn mit den entsprechenden Handelsregisterdokumenten nachgewiesen werden kann, dass der Grenzwert nach dieser Kapitalerhöhung, d.h. unmittelbar vor der Kotierung erreicht worden ist.

---

233 Diese Ausnahme ersetzt den *SWX New Market*, ein früheres Börsensegment, das neu gegründeten Gesellschaften die Kotierung erlaubte, am 1. April 2004 aber wegen Misserfolgs der meisten neu kotierten Gesellschaften aufgehoben wurde. Bisher ist es allerdings noch nicht zur Kotierung derartiger Unternehmen gekommen, da die negativen Erfahrungen, die Investoren und Emissionsbanken mit derartigen Unternehmen im SWX New Market gemacht haben, immer noch nicht vergessen sind.

234 Art. 7 ff. Richtlinie Track Record.

235 Art. 8 Richtlinie Track Record.

236 Art. 10 ff. Richtlinie Track Record mit detaillierten Ausführungen über die Gestaltung des Veräusserungsverbotes.

237 Art. 9 Ziff. 4 Richtlinie Track Record; vgl. dazu Ziff. C.1.5.8 hinten.

238 Art. 25 f. Richtlinie Track Record.

Wenn eine Gesellschaft vor der Kotierung ein anderes Unternehmen übernommen hat, kann es vorkommen, dass sie zwar im handelsrechtlichen Einzelabschluss ein positives Eigenkapital ausweist, das den Grenzwert von CHF 25 Mio. übersteigt, dass die Gesellschaft aber auf konsolidierter Basis ein negatives Eigenkapital zeigt. Wenn nachgewiesen werden kann, dass das negative konsolidierte Eigenkapital nicht Ausdruck eines Sanierungsbedarfs ist, sondern tatsächlich allein aufgrund der Anwendung des Konsolidierungsstandards entstanden ist, kann das Regulatory Board in derartigen Fällen eine Ausnahme vom Eigenkapitalerfordernis gewähren[239].

1.4 Kotierung aller Aktien einer bestimmten Kategorie

Kotiert eine Gesellschaft eine bestimmte Kategorie von Aktien, so müssen gemäss Art. 18 KR sämtliche Aktien der betreffenden Kategorie kotiert werden. Verfügt eine Aktiengesellschaft nur über eine einzige Kategorie von Aktien, so ist es daher nicht möglich, die Kotierung auf einen Teil dieser Aktien zu beschränken und die übrigen Aktien vom Handel auszuschliessen.

Soll ein Teil des Aktienkapitals vom Handel ausgeschlossen werden, weil sich beispielsweise ein Pool von Familienaktionären verpflichtet hat, ihre Aktien nicht zu verkaufen und diese Verpflichtung durch den Verzicht auf die Kotierung abgesichert werden soll, so müssen verschiedene Aktienkategorien geschaffen werden, wie z.B. Inhaber- und Namenaktien[240], von denen dann nur die eine Kategorie kotiert wird. Eine derartige Aufteilung und Teilkotierung des Kapitals entspricht allerdings nicht den heutigen Tendenzen des Kapitalmarktes, da die Aufteilung des Unternehmenswertes auf verschiedene Aktienkategorien die Liquidität des Börsenhandels beschränkt. Daher werden heute auch dann meist sämtliche Aktien einer Gesellschaft kotiert, wenn ein Teil der Aktien aufgrund von vertraglichen Verpflichtungen der Aktionäre gar nicht in den Handel gelangt[241].

1.5 Streuung

Gemäss Art. 19 KR müssen die neu kotierten Aktien spätestens im Zeitpunkt der Kotierung eine Streuung im Publikum erreichen, die einen marktmässigen Handel erwarten lässt. Diese Bestimmung soll sicherstellen, dass nach der Kotierung auch tatsächlich ein liquider Handel stattfindet, der eine faire Preisbildung erwarten lässt.

Gemäss Art. 19 Abs. 2 KR wird das Kriterium der ausreichenden Streuung erfüllt, wenn sich mindestens 25% der kotierten Aktien im Publikumsbesitz befinden. Nicht als Pub-

---

239 Vgl. TAG Heuer, die bei der Kotierung ein negatives Eigenkapital aufwiesen.

240 Es genügt aber auch schon, Namenaktien der Kategorie A und B zu schaffen, die im Übrigen genau die gleichen Rechte aufweisen.

241 In derartigen Fällen kann die vertragliche Verpflichtung durch die Hinterlegung der Aktien abgesichert werden. Der wesentliche Inhalt einer derartigen Vereinbarung, d.h. insbesondere die Bestimmungen über die Koordination der Stimmrechte, muss gemäss Art. 10 BEHV-FINMA allerdings in der Gruppenmeldung, die gemäss dieser Bestimmung bzw. Art. 20 BEHG gemacht werden muss, offengelegt werden.

likumsbesitz gelten dabei gemäss Art. 4 Richtlinie Streuung von Beteiligungsrechten[242] Aktien, die von der Gesellschaft selber oder ihren Tochtergesellschaften gehalten werden[243], Aktien, die von Aktionären gehalten werden, die allein oder im Rahmen einer meldepflichtigen Gruppe[244] mehr als 5% halten, Aktien, die im Rahmen von Veräusserungsverboten[245] nicht frei handelbar sind sowie Aktien, deren Platzierung noch von Bedingungen abhängig ist[246]. Das Regulatory Board kann allerdings von der 25%-Regel Ausnahmen gewähren, wenn nachgewiesen wird, dass sich auch bei einem tieferen Prozentsatz ein liquider Markt entwickeln kann. Daher kann dieser Prozentsatz gerade bei Gesellschaften mit hoher Börsenkapitalisierung unterschritten werden, da bei entsprechend grosser Börsenkapitalisierung auch bei einem Prozentsatz unter 25% ein liquider Handel möglich ist. Das Regulatory Board kann aber vom 25%-Erfordernis auch dann absehen, wenn nachgewiesen werden kann, dass die erforderliche Streuung erst nach einer gewissen Periode[247] erreicht werden kann[248]. Da die Streuung im Normalfall erst nach der Publikumsplatzierung, d.h. unmittelbar vor der Kotierung selbst, erreicht wird[249], genügt es, wenn der Lead Manager aufgrund der Platzierung bestätigt, dass die Streuung in diesem Zeitpunkt erreicht wird[250].

Die im Publikumsbesitz befindlichen Aktien müssen im Weiteren eine Kapitalisierung von mindestens CHF 25 Mio. aufweisen. Bei der Kotierung von Aktien, die vorgängig ausserbörslich gehandelt worden sind, wird dieser Wert aufgrund der im ausserbörslichen Handel erzielten Kurse ermittelt[251]. Wenn die betreffenden Aktien vor der Kotierung nicht ausserbörslich gehandelt worden sind, so muss die Kapitalisierung aufgrund einer Schätzung der Emissionsbank nachgewiesen werden. Diese Schätzung kann entweder auf einer Unternehmensbewertung basieren oder auf den Preisen, die im Bookbuilding-Verfahren erreicht werden[252].

---

242 Richtlinie betr. Streuung von Beteiligungsrechten vom 29.10.2008 (Richtlinie Streuung).

243 Das Gleiche gilt auch für Aktien, die zur Sicherstellung von Wandel- oder Optionsrechten von Dritten gehalten werden.

244 Art. 20 BEHG, Art. 10 BEHV-FINMA.

245 Lock-up Vereinbarungen.

246 Aktien aus der Green Shoe Option der Emissionsbank.

247 Z.B. der 30-tägigen Stabilisierungsperiode, während der noch Aktien verkauft werden.

248 Derartige Ausnahmen wurden beispielsweise bei Bachem (1998) oder Tamedia (2000) gewährt.

249 Nur bei Gesellschaften, die vorher ausserbörslich oder an einer anderen Börse gehandelt wurden, kann die Streuung bereits vor der Kotierung aufgrund der tatsächlichen Verteilung der Aktien beurteilt werden.

250 Art. 6 Richtlinie Streuung.

251 Dabei müssen sich die für die Berechnung der ausserbörslichen Kapitalisierung massgebenden Kurse aber aus mehreren Transaktionen mit verschiedenen Personen ergeben, um eine nachhaltige Marktkapitalisierung nachzuweisen.

252 In der Praxis kann dieser Nachweis meist ohne weiteres erbracht werden, da sich Publikumsemissionen unter diesem Betrag für die Beteiligung finanziell nicht lohnen und es deshalb gar nie zu Emissionen kommt, die sich im Rahmen des Minimalbetrages bewegen.

1.6 Rechnungslegungsgrundsätze

Gesellschaften, die im Rahmen des Main Standards kotiert werden, müssen ihre Jahresrechnung nach IFRS oder US-GAAP erstellen[253]. Banken, Effektenhändler sowie Pfandbriefinstitute mit Sitz in der Schweiz können ihre Jahresrechnung allerdings auch nach dem gemäss Banken- bzw. Börsengesetz auf sie anwendbaren Rechnungslegungsstandards erstellen[254].

2. Domestic Standard

Der Domestic Standard[255] wurde entwickelt, um kleinen bzw. lokal verwurzelten Gesellschaften die Möglichkeit zu einer Kotierung zu geben. Er ermöglicht diesen Gesellschaften insbesondere, Abschlüsse nach Swiss GAAP FER zu publizieren, einem Rechnungslegungsstandard, der etwas weniger Aufwand erfordert als US-GAAP oder IFRS. Insbesondere stellt Swiss GAAP FER geringere Anforderungen an die Segments Berichterstattung und entspricht auch bezüglich der buchhalterischen Behandlung von Pensionskassen, Goodwill aus Akquisitionen und Fremdkapital (keine Abwertung von Fremdkapital aufgrund tiefer Marktpreise) den schweizerischen Gepflogenheiten[256]. Der Domestic Standard ist in den letzten Jahren vor allem deshalb populär geworden, weil verschiedene Gesellschaften von IFRS auf Swiss GAAP FER wechseln wollten[257].

Für eine Kotierung nach dem Domestic Standard müssen grundsätzlich die gleichen Kriterien erfüllt werden wie bei der Kotierung im Hauptsegment. Dabei gelten allerdings folgende Ausnahmen.

2.1 Existenzdauer der Gesellschaft

Für die Kotierung einer Gesellschaft nach dem Domestic Standard genügt es gemäss Art. 85 KR, dass sie 2 Jahre existiert und für diese Zeit Jahresrechnungen auf vergleichbarer Basis nach dem für die Gesellschaft geltenden Buchhaltungsstandard erstellt hat. Die Zulassungsstelle kann − unter den gleichen Voraussetzungen wie beim Main Standard − von diesem Erfordernis Ausnahmen gestatten[258].

---

253 Art. 6 der Richtlinie betr. Rechnungslegung vom 29.10.2008 (Richtlinie Rechnungslegung).

254 Art. 6 Abs. 3 Richtlinie Rechnungslegung.

255 Art. 85 ff. KR.

256 Mindestens bei Schweizer Anlegern reicht Swiss GAAP FER auch aus, um diese über die für die Kursbildung relevanten Tatsachen zu informieren.

257 Z.B. Georg Fischer, Swatch, Dätwyler, Bossard, Gurit, Cham Paper, Hügli und Datacolor (vgl. http://www.handelszeitung.ch/artikel/Unternehmen-IFRS-versus-Swiss-GAAP-FER_623914.html (13. April 2010)).

258 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. B.1.1.2.2 vorne.

2.2 Eigenkapital

Die Kotierung gemäss Domestic Standard setzt gemäss Art. 87 KR ein Eigenkapital in Höhe von CHF 2,5 Mio. voraus, wobei dieses in gleicher Art berechnet wird wie der entsprechende Grenzbetrag bei der Kotierung am Hauptsegment[259].

2.3 Streuung

Im Gegensatz zu den am Hauptsegment kotierten Gesellschaften müssen sich gemäss Art. 88 KR nur 20% der Aktien im Publikumsbesitz befinden, wobei sich die Marktkapitalisierung der im Publikumsbesitz befindlichen Aktien auf mindestens CHF 5 Mio. belaufen muss. Wie beim Main Standard richtet sich der Begriff der Streuung und die Berechnung der Marktkapitalisierung nach der Richtlinie Streuung, weshalb auf die Ausführungen in Ziff. B.1.1.5 vorne verwiesen werden kann.

2.4 Rechnungslegungsstandard

Eine gemäss Domestic Standard kotierte Gesellschaft kann ihre Jahresrechnung gemäss Art. 6 Richtlinie Rechnungslegung nach IFRS, US-GAAP oder GAAP FER erstellen. Die Frage des anwendbaren Rechnungslegungsstandards ist zurzeit das hauptsächliche Motiv für eine Kotierung gemäss Domestic Standard[260]; verschiedene Gesellschaften, die ihre Rechnungslegung nicht auf IFRS oder US-GAAP einstellen wollen, haben deshalb vom Main Standard zum Domestic Standard gewechselt[261].

---

259 Dazu vorne Ziff. B.1.1.3.

260 Eine Analyse der im Local Caps Segment kotierten Gesellschaften zeigt, dass sich diese letztlich allein durch den Rechnungslegungsstandard von den im Hauptsegment kotierten Gesellschaften unterscheiden; die im Local Caps Segment kotierten Gesellschaften erfüllen sonst alle Bedingungen für eine Kotierung im Hauptsegment. Es gibt keine gemäss Domestic Standard kotierte Gesellschaft, welche die Voraussetzungen betreffend Existenzdauer, Eigenkapital und Streuung des Main Standards nicht erfüllen würde.

261 Dabei kam es auch zum Wechseln grösserer Gesellschaften, wie z.B. Swatch oder Georg Fischer, die traditionell sehr viele ausländische Investoren aufweisen.

B. Kotierungsvoraussetzung für Investment- und Immobiliengesellschaften

Bedingungen	*Investmentgesellschaften*	*Immobiliengesellschaften*
- Existenz der Gesellschaft:	*keine Mindestexistenzdauer*	*keine Mindestexistenzdauer*
- Eigenkapital:	*CHF 25 Mio.*	*CHF 25 Mio.*
- Streuung im Publikum:	*25%, wobei sich der Wert der im Publikum gestreuten Titel auf mind. CHF 25 Mio. belaufen muss*	*25%, wobei sich der Wert der im Publikum gestreuten Titel auf mind. CHF 25 Mio. belaufen muss*
- Rechnungslegungs-Standards:	*Swiss GAAP FER, US-GAAP, IFRS*	*Swiss GAAP FER, US-GAAP, IFRS*
- Berichterstattung:	*Jahresberichte, Ad hoc-Publizität und Halbjahresberichte (nach 2 Monaten)*	*Jahresberichte, Ad hoc-Publizität und Halbjahresberichte (nach 3 Monaten)*
- Zusatzbedingungen:	*Grundsätze der Anlagepolitik müssen in den Statuten, Einzelheiten in einem Reglement geregelt werden, spezielle Berichterstattung in Jahres- und Halbjahresberichten über Anlagen, regelmässige Veröffentlichung des Net Asset Value*	*Grundsätze der Anlagepolitik müssen in den Statuten, Einzelheiten in einem Reglement geregelt werden, erweiterte Berichterstattung über Immobilienbesitz in Jahres- und Halbjahresberichten*

Die SIX Swiss Exchange hat für Gesellschaften, die nicht operativ tätig sind, sondern sich darauf beschränken, ihre Mittel in Immobilien oder anderen Vermögenswerten anzulegen, spezielle Kotierungsstandards für Immobiliengesellschaften sowie Investmentgesellschaften geschaffen. Für diese Standards wurden Kotierungsvoraussetzungen definiert, die zum Teil von den Kotierungsvoraussetzungen des Main Standards abweichen, um so dem spezifischen Charakter dieser Gesellschaften sowie den besonderen Schutz- und Informationsbedürfnissen der Anleger in diesen Bereichen Rechnung zu tragen. Die Spezialregeln für Immobilien- und Investmentgesellschaften unterscheiden sich von den Vorschriften für das Hauptsegment primär dadurch, dass Immobilien- und Investmentgesellschaften sehr detailliert über die Zusammensetzung ihrer Aktiven sowie deren Wertentwicklung berichten müssen, da diese Aktiven bzw. ihr Wert im Zent-

rum des Interesses der Anleger stehen. Andererseits können diese Gesellschaften aber auch Swiss GAAP FER als Rechnungslegungsstandard anwenden[262].

1. Immobiliengesellschaften

1.1 Begriff der Immobiliengesellschaft

Gesellschaften, welche die Kriterien für Immobiliengesellschaften erfüllen, müssen sich im Segment für Immobiliengesellschaften kotieren lassen[263]. Gemäss Art. 77 KR gelten Gesellschaften dann als Immobiliengesellschaften, wenn ihre Umsätze nachhaltig[264] zu mindestens zwei Dritteln aus Immobilienaktivitäten, d.h. aus Mietzinseinnahmen, Handelsgewinne mit Immobilien, Immobiliendienstleistungen oder ähnlichen Aktivitäten stammen. Damit gelten nicht nur Gesellschaften, deren Aktivitäten sich auf das Halten und Verwalten von Immobilien beschränken, als Immobiliengesellschaften, sondern auch Unternehmen, die neben dem Besitz von Immobilien auch noch andere Aktiven halten oder Dienstleistungen im Immobiliensektor erbringen[265]. Nicht als Immobiliengesellschaften gelten dagegen Unternehmen, die mehr als einen Drittel ihrer Umsätze aus Produktion, Handel oder Dienstleistungen[266] erzielen, auch wenn ihr Unternehmenswert hauptsächlich auf ihrem Immobilienbesitz basiert[267]. Auch Bauunternehmen werden nicht als Immobiliengesellschaften betrachtet, da die Bautätigkeit als Produktionsleistung gilt[268].

1.2 Geltung der Kotierungsvoraussetzung gemäss Main Standard

Soweit das Zusatzreglement für Immobiliengesellschaften nicht ausdrücklich Ausnahmen von den im Kotierungsreglement vorgesehenen Kotierungsvoraussetzungen vorsieht, gelten die Bestimmungen des Main Standards auch für Immobiliengesellschaften[269]. Daher kann bezüglich gesellschaftsrechtlicher Grundlagen, Eigenkapital, gattungsmässiger Kotierung und Streuung auf die Ausführungen in Ziff. B.1.1 vorne verwiesen werden.

---

262 Art. 6 Abs. 2 Richtlinie Rechnungslegung. Da bei diesen Gesellschaften für die Bewertung der Wert der Aktiven im Vordergrund steht, bringen US-GAAP und IFRS gegenüber Swiss GAAP FER und den vom Standard für Immobilien- bzw. Investmentgesellschaften verlangten Zusatzinformationen keine erhöhte Transparenz.

263 Gesellschaften, die als Immobiliengesellschaften qualifiziert werden, können daher ihre Aktien nicht gemäss Main Standard kotieren lassen.

264 Produktions- oder Dienstleistungsunternehmen, die in einem bestimmten Geschäftsjahr durch den Verkauf von Immobilien einen hohen ausserordentlichen Ertrag erreichen und deshalb im betreffenden Jahr diese Voraussetzung erfüllen würden, gelten daher nicht als Immobiliengesellschaften, da der betreffende Ertrag nicht nachhaltig, sondern ausserordentlich ist.

265 Z.B. Generalunternehmertätigkeit oder Verwaltung von Drittimmobilien etc.

266 Dienstleistungen ausserhalb des Immobilienbereichs.

267 Diese Situation kann eintreten, wenn ein Unternehmen bei seiner operativen Tätigkeit nur geringe Erfolge erzielt, gleichzeitig aber wertvolle Immobilien hält.

268 Vgl. Implenia, deren Aktien gemäss Main Standard kotiert sind.

269 Art. 64 KR.

1.3 Spezialvorschriften für Immobiliengesellschaften

1.3.1 Keine Anwendung der Drei-Jahres-Regel

Die Drei-Jahres-Regel, die für die Kotierung gemäss Main Standard gilt und verlangt, dass eine Gesellschaft vor der Kotierung mindestens drei Jahre existiert und über diese Zeit auch Jahresrechnungen erstellt hat, gilt für Immobiliengesellschaften gemäss Art. 78 KR nicht. Immobiliengesellschaften können unmittelbar nach ihrer Gründung kotiert werden. Damit ist es möglich, eine Immobiliengesellschaft, die ein Portefeuille übernehmen oder neu aufbauen will, direkt über eine Publikumsemission zu finanzieren.

Soweit eine Immobiliengesellschaft, die kotiert werden soll, allerdings länger als ein Geschäftsjahr besteht und entsprechend eine oder mehrere Jahresrechnungen erstellt hat, so muss sie im Prospekt bis maximal drei geprüften Jahresrechnungen wiedergeben.

1.3.2 Rechnungslegungsstandards

Immobiliengesellschaften können ihre Jahresrechnung nach IFRS, US-GAAP oder Swiss GAAP FER erstellen[270]. Die Anwendung von Swiss GAAP FER, die gemäss Main Standard nicht zulässig wäre, führt bei Immobiliengesellschaften allerdings nicht zu einem Informationsdefizit für die Anleger, da eine Immobiliengesellschaft gemäss Art. 17 f. Richtlinie Rechnungslegung zu ihrem Vermögen im Jahresbericht und im Halbjahresbericht wesentliche zusätzliche Angaben machen muss[271], die es dem Anleger ermöglichen, sich ein klares Bild über das Immobilienportefeuille der Gesellschaft und dessen Verkehrswert zu machen. Die Anwendung von US-GAAP bzw. IFRS führt bei Immobiliengesellschaften nicht zu einer für die Anleger relevanten Verbesserung der Transparenz[272].

1.3.3 Anlagepolitik

Gemäss Art. 79 Abs. 1 KR müssen Immobiliengesellschaften die Grundsätze ihrer Anlagepolitik in den Statuten festlegen. Die detaillierte Anlagepolitik muss der Verwaltungsrat in einem Reglement regeln, das von Dritten jederzeit auf der Homepage der Gesellschaft abgerufen oder beim Emittenten unentgeltlich bezogen werden kann. Allfällige Änderungen sind gemäss Art. 84 KR mindestens einen Monat vor dem Inkrafttreten bekannt zu geben und müssen auch in der jährlichen Berichterstattung offengelegt werden.

---

270 Art. 6 Abs. 1 und 2 Richtlinie Rechnungslegung.

271 Vgl. dazu hinten, Ziff. E.1.4.

272 Die Möglichkeit nach IFRS Immobilien nicht mehr nach der tatsächlichen Nutzung, sondern nach dem "Best Possible Use" zu bewerten, stellt nicht unbedingt einen Fortschritt dar und führt nicht zu einer Verbesserung der Transparenz, sondern verleitet eher dazu, Werte aufzuzeigen, die nach der vom Unternehmen verfolgten Strategie gar nicht realisiert werden und deshalb für die Anleger nicht relevant sind (Häuser mit Mietwohnungen können z.B. zu den Preisen bewertet werden, die beim Verkauf von Eigentumswohnungen erzielt werden können, auch wenn die betreffende Gesellschaft gar nicht plant, die betreffenden Wohnungen in Eigentumswohnungen umzuwandeln und zu verkaufen).

Gemäss Art. 83 KR muss eine kotierte Immobiliengesellschaft die von ihr festgelegte und publizierte Anlagepolitik jederzeit einhalten. Existiert die Gesellschaft im Zeitpunkt der Kotierung weniger als sechs Monate oder hat sie im Zusammenhang mit der Kotierung Eigenkapital aufgenommen, so müssen die Grundsätze der Anlagepolitik erst drei Monate nach der Kotierung erfüllt werden. Dies ermöglicht es einer Gesellschaft, die über die Publikumsemission finanziert wird, ihr Portefeuille innert einer vernünftigen Zeit aufzubauen[273]. Führt eine Änderung der Marktverhältnisse[274] dazu, dass die Anlagepolitik nicht mehr eingehalten wird, so muss die Gesellschaft dies im Rahmen der Ad hoc-Publizität offenlegen und gemäss Art. 83 Abs. 3 KR das Publikum gleichzeitig über die Massnahmen orientieren, die ergriffen worden sind, um die Grundsätze der Anlagepolitik wieder zu erfüllen. Dabei muss die Gesellschaft eine Frist angeben, innert der diese Massnahmen wieder zur Einhaltung der Anlagegrundsätze führen; nach Ablauf dieser Frist muss das Publikum über den Erfolg bzw. die Auswirkungen dieser Massnahmen zu orientiert werden.

Die oben dargestellte starke Bindung kotierter Immobiliengesellschaften an ihre Anlagepolitik wird aber dadurch relativiert, dass die Anlagepolitik von Immobiliengesellschaften in den Statuten relativ breit formuliert werden kann und der Verwaltungsrat das Reglement, das die Anlagestrategie im Detail definiert, jederzeit in eigener Kompetenz ändern kann. Dementsprechend kann der Verwaltungsrat die Anlagestrategie durch eine Anpassung dieses Reglements ändern, falls er befürchten muss, dass er die selbst formulierte Anlagepolitik aufgrund von Änderungen der Marktsituation nicht mehr einhalten kann.

1.3.4 Zusätzliche Angaben in der periodischen Berichterstattung

Immobiliengesellschaften müssen in ihren Jahres- und Halbjahresberichten verschiedene zusätzliche Angaben machen, die es dem Anleger ermöglichen, sich ein genaues Bild von der Tätigkeit und Entwicklung der Gesellschaft sowie vom Wert ihrer Immobilien zu machen. Diese zusätzlichen Anforderungen werden in Ziff. E.1.4 hinten dargestellt.

2. Investmentgesellschaften

2.1 Begriff der Investmentgesellschaft

Erfüllt eine Gesellschaft die im Zusatzreglement für die Kotierung von Investmentgesellschaften (Art. 65 KR) festgelegten Kriterien für Investmentgesellschaften, so muss sie zwingend in diesem Segment kotiert werden.

---

273 Da die Frist von drei Monaten für den Aufbau eines Immobilienportefeuilles sehr kurz ist, empfiehlt es sich, bei einer Immobiliengesellschaft, die neu gegründet worden ist oder durch eine Kapitalerhöhung neue Mittel beschafft hat, eine Anlagepolitik zu formulieren, die es ermöglicht, hohe liquide Mittel zu halten, sodass die angestrebte Anlagepolitik auch eingehalten werden kann, wenn es nicht möglich ist, Liegenschaften innert der kurzen Frist von drei Monaten zu erwerben.

274 Insbesondere die tiefere Bewertung einzelner Liegenschaften.

Gemäss Art. 65 KR sind Investmentgesellschaften Gesellschaften, die der kollektiven Kapitalanlage dienen und nicht in Immobilien investieren. Es handelt sich um SICAF im Sinne von Art. 110 KAG. Durch diese Ausrichtung auf passive Kapitalanlagen unterscheiden sich die Investmentgesellschaften von Gesellschaften, die direkt operativ tätig sind. Schwierig ist die Unterscheidung allerdings bei Holdinggesellschaften, die nicht selber operativ tätig sind, sondern über Tochtergesellschaften arbeiten, da diese mindestens in rechtlicher Hinsicht eine sehr ähnliche Struktur aufweisen wie eine Investmentgesellschaft, die Beteiligungen an anderen Unternehmen hält. Entscheidendes Kriterium für die Unterscheidung zwischen einer industriell tätigen Holdinggesellschaft, die gemäss Main Standard oder Domestic Standard kotiert werden kann, und einer Investmentgesellschaft, die im Segment für Investmentgesellschaften kotiert werden muss, ist die Frage der Führung von Beteiligungen bzw. Tochtergesellschaften: Eine Gesellschaft, die ihre Tochtergesellschaften auf strategischer Ebene führt und im Rahmen eines Konzernverbundes zusammenfasst, ist keine Investmentgesellschaft, sondern eine operative Gesellschaft, die gemäss Main- bzw. Domestic Standard kotiert werden kann. Art. 65 Abs. 2 KR schliesst deshalb Gesellschaften, die andere Unternehmen durch Stimmenmehrheit oder auf andere Weise unter einheitlicher Leitung zusammenfassen, vom Anwendungsbereich des Standards für Investmentgesellschaften aus.

Die Übergänge zwischen einer Investmentgesellschaft einerseits, die massgebende Minderheitsbeteiligungen an Gesellschaften hält und versucht, diese im Sinne einer Steigerung des Shareholder Value zu beeinflussen oder auch selbst durch die Delegation von Verwaltungsräten in das Management der betreffenden Gesellschaften eingreift und einer operativ tätigen Holdinggesellschaft andererseits, die Minder- und Mehrheitsbeteiligungen an Unternehmen hält und diese durch vertragliche Vereinbarung mit anderen Aktionären oder einfach aufgrund ihrer Stellung als grösster Aktionär auf strategischer Ebene führt, sind allerdings fliessend; in derartigen Fällen dürfte letztlich entscheidend sein, ob die Beteiligungen für eine beschränkte Zeit gehalten werden, was eher für die Ausrichtung auf Kapitalgewinne und die Zuteilung zu den Investmentgesellschaften spricht, oder ob die Beteiligungen langfristig gehalten werden sollen, was für die industrielle Führung und eine operative Gesellschaft spricht[275].

2.2 Die Anlagen von Investmentgesellschaften

Die SIX beschränkt die Art der Kapitalanlagen, in die Investmentgesellschaften ihr Vermögen investieren, nicht; neben Beteiligungen an in- und ausländischen kotierten Gesellschaften sind auch Anlagen bei regulierten und nicht regulierten Fonds (Hedge Funds) möglich, sowie Anlagen im Private Equity Sektor oder in Derivaten, Rohstoffen und anderen Vermögenswerten.

Die SIX schreibt Investmentgesellschaften auch nicht vor, welche Anlagestrategien sie zu verfolgen haben; insbesondere wird weder eine bestimmte Diversifikation der Anlagen vorgeschrieben noch werden besonders risikoreiche Strategien, wie Leveraging oder

[275] Letztlich können derartige Unterscheidungsfragen nur im Gespräch mit der SIX geklärt werden.

Leerverkäufe, untersagt. Damit steht Investmentgesellschaften ein weiter Bereich von Anlagen und Anlagestrategien bzw. -techniken offen. Durch die zusätzlichen Informationspflichten für Investmentgesellschaften stellt die SIX aber sicher, dass die Anleger über die von der Investmentgesellschaft gewählte Investmentstrategie und die damit verbundenen Risiken informiert sind[276].

2.3 Anwendung der Kotierungsregeln des Main Standard

Soweit das Zusatzreglement für die Kotierung von Investmentgesellschaften keine abweichenden Vorschriften enthält, gelten die Bestimmungen des Kotierungsreglements für den Main Standard auch für Investmentgesellschaften[277]. Daher kann bezüglich gesellschaftsrechtlicher Grundlagen, Eigenkapital, gattungsmässiger Kotierung und Streuung auf Ziff. B.1.1 vorne verwiesen werden.

2.4 Abweichungen von den Kotierungsvorschriften für den Main Standard

2.4.1 Keine Geltung der Drei-Jahres-Regel

Gemäss Art. 66 KR ist die Drei-Jahres-Regel von Art. 11 KR für Investmentgesellschaften nicht anwendbar. Daher ist es möglich, eine Investmentgesellschaft unmittelbar nach ihrer Gründung zu kotieren, weshalb derartige Gesellschaften die für die Geschäftstätigkeit notwendigen Mittel auch direkt über eine Publikumsemission aufnehmen können[278]. Sofern die Gesellschaft bei ihrer Kotierung noch kein Geschäftsjahr abgeschlossen hat, muss sie im Prospekt auch keine Jahresrechnungen publizieren; falls sie jedoch länger als ein Jahr existiert und bereits Jahresrechnungen früherer Jahre vorliegen, muss sie bis maximal drei Jahresrechnungen im Prospekt offenlegen.

2.4.2 Rechnungslegungsgrundsätze

Gesellschaften, die im Segment für Investmentgesellschaften kotiert werden, müssen ihre Jahresrechnung nach IFRS, US-GAAP oder Swiss GAAP FER erstellen[279]. Die Anwendung von Swiss GAAP FER führt für die Anleger aber nicht zu einem Defizit an Informationen; die unten dargestellten speziellen Offenlegungspflichten von Investmentgesellschaften im Rahmen des Jahres- und des Halbjahresberichtes[280] stellen sicher, dass die Anleger alle relevanten Informationen über das Vermögen und die Tätigkeit der Investmentgesellschaft erhalten.

2.4.3 Anlagepolitik

Gemäss Art. 67 KR müssen bei Investmentgesellschaften die Grundsätze der Anlagepolitik in den Statuten festgelegt werden. Die Einzelheiten werden vom Verwaltungsrat in

---

276 Dazu im Einzelnen Ziff. E 1.3.

277 Art. 64 KR.

278 Tatsächlich haben in der Vergangenheit die meisten kotierten Investmentgesellschaften den grössten Teil ihres Kapitals im Rahmen von Publikumsemissionen, d.h. unmittelbar vor der Kotierung aufgenommen.

279 Vgl. Art. 6 Richtlinie Rechnungslegung.

280 Dazu hinten Ziff. E.1.3.

einem Reglement geregelt, das die Gesellschaft jedem Dritten auf Wunsch zur Verfügung stellen muss. Der Umstand, dass die Grundsätze der Anlagepolitik und damit insbesondere auch der Kreis der möglichen Anlagen in den Statuten festgehalten werden müssen, führt dazu, dass eine grundsätzliche Änderung der Anlagepolitik nur möglich ist, wenn die Generalversammlung einer entsprechenden Statutenänderung zustimmt. Der Verwaltungsrat kann aber immerhin im Rahmen der statutarisch festgelegten Grundsätze die Einzelheiten der Anlagepolitik durch eigene Beschlüsse ändern, da er die Kompetenz hat, das Anlagereglement zu ändern. Gemäss Art. 76 KR muss die Gesellschaft eine derartige Änderung aber mindestens einen Monat vor ihrem Inkrafttreten öffentlich bekannt geben, damit die Anleger die Möglichkeit haben, ihre Aktien noch vor der Änderung der Anlagepolitik zu verkaufen[281].

Art. 75 KR verpflichtet Investmentgesellschaften, ihre Anlagevorschriften vom Zeitpunkt der Kotierung an jederzeit einzuhalten. Sofern die Gesellschaft allerdings im Zeitpunkt der Kotierung weniger als sechs Monate existiert, oder im Zusammenhang mit der Kotierung Eigenkapital aufgenommen hat, müssen die entsprechenden Anlagevorschriften erst drei Monate nach der Kotierung erfüllt werden. Damit hat eine Gesellschaft, die ihr Kapital im Rahmen der Publikumsemission aufnimmt eine gewisse Zeit, um ihr Geld zu investieren, was gerade dann notwendig ist, wenn schnelle Investitionen bei den Titeln, in welche die Investmentgesellschaft investieren will, zu Marktverzerrungen führen würden oder die geplanten Anlagen aus anderen Gründen nicht kurzfristig realisiert werden können[282].

Entspricht das Portefeuille einer Investmentgesellschaft aufgrund von Änderungen in der Bewertung der Aktiven nicht mehr dem Anlagereglement, so muss die Gesellschaft das Publikum gemäss Art. 75 Abs. 3 KR orientieren und die Massnahmen zur Wiederherstellung des ordnungsgemässes Zustandes sowie die Frist, in der dieser wieder erreicht werden soll, bekannt geben[283]. Der Verwaltungsrat kann diesem Problem natürlich dadurch entgehen, dass er das Reglement zur Anlagepolitik in dem oben dargestellten Verfahren ändert, wenn sich derartige Probleme abzeichnen.

2.4.4 Jährliche Berichterstattung

Gemäss Art. 81 f. KR wird die jährliche und die halbjährliche Berichterstattungspflicht gegenüber den gemäss Main Standard kotierten Gesellschaften insofern erweitert, als

---

281 Nach dem Inkrafttreten der neuen Anlagepolitik hat die Gesellschaft dann einen Monat Zeit, ihre Anlagen der neuen Anlagepolitik anzupassen.

282 Bei Private Equity Investitionen und anderen Investitionen in illiquide Aktiven ist es zum Teil aber nicht möglich, die Investitionen in drei Monaten vorzunehmen, da der Investitionsprozess länger geht und mit Vorteil zeitlich gestaffelt wird. In diesen Fällen empfiehlt es sich, die Anlagepolitik so zu formulieren, dass mindestens in der Anfangsphase viel Liquidität gehalten werden kann.

283 Spätestens nach Ablauf dieser Frist muss die Investmentgesellschaft das Publikum über den Erfolg ihrer Massnahem orientieren.

Investmentgesellschaften im Anhang zur Jahresrechnung detaillierte Angaben über ihre Anlagen und deren Wertentwicklung machen müssen[284].

2.4.5 Veröffentlichung des Net Asset Value

Investmentgesellschaften müssen gemäss Art. 73 KR ihren aktuellen inneren Wert in regelmässigen Abständen veröffentlichen. Normalerweise wird dieser je nach Volatilität und Bewertbarkeit der eigenen Anlagen täglich oder wöchentlich eruiert und im Internet veröffentlicht.

[284] Dazu hinten Ziff. E.1.3.

IV. DIE KOTIERUNG VON BETEILIGUNGSPAPIEREN (KAPITALERHÖHUNGEN UND IPO)

Werden Aktien oder andere Beteiligungspapiere einer Gesellschaft im Rahmen eines IPO erstmals kotiert oder will eine Gesellschaft, die bereits kotiert ist, Beteiligungspapiere kotieren, die in einer Kapitalerhöhung neu geschaffen werden, so muss die betreffende Gesellschaft bei der SIX ein Kotierungsgesuch stellen und einen Prospekt veröffentlichen, sowie zusätzlich noch in einem Kotierungsinserat auf die Kotierung sowie die Veröffentlichung des Prospektes hinweisen.

A. Der Kotierungsprospekt

- *Bei jeder Erstkotierung (IPO) und bei jeder Kapitalerhöhung einer bereits kotierten Gesellschaft muss ein Projekt erstellt werden. Bei bereits kotierten Gesellschaften kann allerdings unter bestimmten Umständen von der Erstellung des Prospektes abgesehen werden (weniger als 10% neue Beteiligungspapiere, Emission innert zwölf Monaten nach Publikation eines Prospektes, Gratisaktien und Mitarbeiteraktien, etc.). Ein reduzierter Prospekt kann dagegen publiziert werden, wenn diese Bedingungen nicht erfüllt werden, die neuen Aktien aber mit Bezugsrecht der bisherigen Aktionäre ausgegeben werden.*

- *Zweck des Prospektes ist es, die Anleger möglichst umfassend über Chancen und Risiken der zu kotierenden Aktien zu informieren. Das Unternehmen ist in der Gestaltung und Darstellung des Prospektes weitgehend frei, muss aber den in den Schemata A, B und C zum Kotierungsreglement aufgeführten Mindestinhalt in den Prospekt aufnehmen und den Prospekt so gestalten, dass dieser nicht irreführend wirkt.*

- *Zentrale Bestandteile des Prospektes sind die Darstellung der Geschäftstätigkeit des Unternehmens und seiner Finanzen. Bei der Darstellung der Geschäftstätigkeit sind sowohl positive wie negative Aspekte in objektiver Weise darzustellen. Der Finanzteil dagegen muss Bilanz, Erfolgsrechnung und Cash Flow-Rechnung der drei letzten Jahre enthalten sowie einen Zwischenabschluss, falls seit dem Datum des letzten Abschlusses mehr als neun Monate vergangen sind. Hat das Unternehmen vor der Kotierung grössere strukturelle Änderungen vorgenommen (Fusion, Akquisition, etc.), so muss es zusätzlich Pro Forma-Abschlüsse und historische Zahlen der neu aufgenommenen Bereiche darstellen.*

- *Der Prospekt muss in einer "Risk Section" auch auf die mit der Gesellschaft verbundenen Risiken hinweisen, wobei die entsprechenden Risiken - soweit wie möglich - konkret dargestellt und quantifiziert werden müssen, sodass der Anleger das Risikoprofil der Gesellschaft erkennen kann. Eine richtig formulierte "Risk Section" kann das Haftungsrisiko der bei der Prospekterstellung beteiligten Personen ganz erheblich einschränken, weshalb der Offenlegung von Risiken in der Entwurfsphase grosse Aufmerksamkeit zukommen sollte.*

- *Bei Investment- und Immobiliengesellschaften sind die speziellen Vorschriften über die Prospekterstellung (Schemata B und C) zu beachten, die eine genaue Darstellung der Anlagepolitik und der Anlagen dieser Gesellschaften verlangen.*

1. Prospektpflicht

Wenn eine Gesellschaft im Rahmen eines IPO zum ersten Mal Aktien kotiert, muss sie gemäss Art. 27 KR immer einen Prospekt veröffentlichen. Grundsätzlich muss aber auch dann ein Prospekt veröffentlicht werden, wenn eine Gesellschaft ihr Kapital erhöht und zusätzlich zu den bereits kotierten Aktien die neu ausgegebenen Aktien kotiert. Die Prospektpflicht gilt aber nicht uneingeschränkt.

1.1 Ausnahmen von der Prospektpflicht

Gemäss Art. 33 KR kann in folgenden Fällen auf die Publikation eines Prospektes verzichtet werden:

1.1.1 Früherer Emissionsprospekt[285]

Wenn in den letzten zwölf Monaten vor der Kotierung der neuen Beteiligungspapiere ein Emissionsprospekt veröffentlicht worden ist[286], der den Vorschriften über Kotierungsprospekte entspricht, so ist es nicht notwendig, für die Kotierung der neuen Beteiligungspapiere einen Prospekt zu erstellen. Dies ermöglicht es beispielsweise einer Gesellschaft, die nach der Erstkotierung eine Kapitalerhöhung durchführt, die neuen Aktien auf der Basis des alten Prospektes zu kotieren. Letztlich ergibt sich aufgrund dieser Ausnahme ein Emissionsfenster von zwölf Monaten nach der Publikation eines Prospektes.

Der Umstand, dass der ursprüngliche Prospekt bereits bis zu zwölf Monate alt ist, führt nicht zu einem Informationsdefizit bei den Anlegern, da die Gesellschaft nach der Publikation des ersten Prospektes kotiert ist und deshalb im Rahmen der Regelpublizität sowie der Ad hoc-Publizität[287] den Markt über die weiteren Entwicklungen informieren musste, sodass die Anleger im Zeitpunkt der zweiten Kotierung vollumfänglich informiert sind.

1.1.2 Weniger als 10% neue Beteiligungspapiere

Gemäss Art. 33 Ziff. 2 lit. a KR ist kein Prospekt notwendig, wenn eine bereits kotierte Gesellschaft über einen Zeitraum von zwölf Monaten gerechnet weniger als 10% zusätzliche Beteiligungspapiere einer bereits kotierten Kategorie kotiert. Dies ermöglicht es einer Gesellschaft, Kapitalerhöhungen zugunsten der eigenen Aktionäre mit Bezugsrecht oder auch Kapitalerhöhungen ohne Bezugsrechte zugunsten von Drittinvestoren[288] in einem beschränkten Rahmen durchzuführen, ohne dass ein Prospekt publiziert werden müsste.

---

285 Art. 33 Ziff. 1 KR.

286 Die gleiche Ausnahme gilt, wenn während dieser 12-Monatsfrist ein Informationsdokument publiziert wurde, das dem Kotierungsprospekt gleichwertig ist, wie z.B. eine Fusionsdokumentation.

287 Im Einzelnen dazu Ziff. E.1 und E.2.

288 Für die Emission von neuen Aktien zugunsten von Drittinvestoren ist allerdings notwendig, dass die Bedingungen für den Entzug des Bezugsrechtes im Sinne von Art. 652b OR erfüllt sind.

1.1.3 Gratisaktien und Mitarbeiteraktien

Wenn eine kotierte Gesellschaft Aktien gratis an die bisherigen Aktionäre abgibt oder aber den eigenen Mitarbeitern Aktien zuteilt, so haben die Personen, welche diese Aktien erhalten ein geringes Schutzbedürfnis, das im Allgemeinen durch die normale Publizität eines kotierten Unternehmens bereits genügend abgedeckt wird. Daher ist für die Kotierung derartiger Beteiligungspapiere gemäss Art. 33 Ziff. 2 lit. f und g KR kein Prospekt notwendig; es genügt, wenn die Gesellschaft ein Dokument publiziert, das die Anleger über die Anzahl und die Art der ausgegebenen Effekten informiert und auch die Gründe und die Einzelheiten zur Ausgabe der Aktien darstellt. Aufgrund dieser Information können sich die Marktteilnehmer dann ein Bild über die Verwässerung machen, welche durch die Ausgabe entsteht.

1.1.4 Umwandlung und Tausch von Beteiligungspapieren durch die Gesellschaft

Gemäss Art. 33 Ziff. 2 lit. b und c KR muss kein Prospekt publiziert werden, wenn eine Gesellschaft Beteiligungspapiere umtauscht, ohne dass eine Kapitalerhöhung damit verbunden wäre. Das Gleiche gilt gemäss Art. 33 Ziff. 2 lit. c KR auch dann, wenn die Umwandlung oder der Umtausch zu einer Kapitalerhöhung führt, sofern die Beteiligungspapiere, die neu kotiert werden, einer Gattung angehören, die bereits kotiert ist. Damit ist es einer Gesellschaft insbesondere auch möglich, Wandelanleihen auszugeben, ohne dass sie für die Aktien, die durch die Wandlung entstehen, einen Prospekt publizieren müsste.

1.1.5 Ausgabe von Beteiligungspapieren bei Fusionen und Tauschangeboten

Werden Beteiligungspapiere bei Fusionen und Tauschangeboten ausgegeben, so können diese gemäss Art. 33 Ziff. 2 lit. d bzw. e KR ohne Publikation eines Prospektes kotiert werden, sofern im Rahmen des Tauschangebotes bzw. der Fusion dem Publikum Dokumente abgegeben werden, die nach Ansicht des Regulatory Boards dem Kotierungsprospekt gleichwertig sind, d.h. mindestens die für einen Prospekt notwendigen Angaben enthalten. Diese Bedingung wird erfüllt, wenn die bei einer Fusion notwendigen Unterlagen bzw. der Angebotsprospekt bei einem Tausch so ausführlich gestaltet werden, dass sie alle für einen Emissionsprospekt notwendigen Angaben enthalten.

1.2 Kürzung des Emissionsprospektes gemäss Art. 34 KR

Wenn die oben erwähnten Bedingungen für eine Ausnahme von der Prospektpflicht bei einer Kapitalerhöhung nicht erfüllt sind, so muss grundsätzlich ein Prospekt erstellt werden. Immerhin kann gemäss Art. 34 KR ein Kotierungsprospekt gekürzt werden, sofern die neu ausgegebenen Aktien einer Kategorie angehören, die bereits kotiert worden ist und den bisherigen Aktionären aufgrund eines Bezugsrechtes angeboten werden. Diese Kürzung ist gerechtfertigt, da die Aktien an Personen abgegeben werden, die bereits mit dem Unternehmen verbunden sind und deshalb typischerweise einen höheren Informationsstand aufweisen.

Welche Teile eines Prospektes bei einer Kürzung im Sinne von Art. 34 KR weggelassen werden können, ergibt sich aus Schema A. Im Wesentlichen können grosse Teile der

historischen Darstellung des Unternehmens weggelassen werden, was den Aufwand, der mit der Prospekterstellung verbunden ist, erheblich reduziert[289].

Die Kürzung ist allerdings ausgeschlossen[290], wenn die Richtlinie komplexe finanzielle Verhältnisse, eine Darstellung von historischen Zahlen anderer Unternehmen als des Emittenten selbst oder die Darstellung einer Pro Forma-Rechnung verlangt. Erhöht ein Unternehmen beispielsweise sein Kapital, um die Übernahme eines anderen Unternehmens zu finanzieren und führt diese Übernahme zu einer Veränderung von Umsatz-, Gewinn- oder Bilanzsumme, welche die Grenzwerte überschreitet, die in der Richtlinie komplexe finanzielle Verhältnisse aufgeführt werden[291], so kann kein gekürzter Prospekt veröffentlicht werden. Es muss vielmehr ein vollständiger Prospekt erstellt werden, der nicht nur die von der Richtlinie komplexe finanzielle Verhältnisse verlangten historischen Zahlen und Pro Forma-Abschlüsse, sondern auch noch eine detaillierte Beschreibung der Transaktion beinhaltet:

2. Der Zweck des Prospektes

Den Zielen des Börsenrechtes entsprechend bezweckt der Prospekt durch vollständige Information der Marktteilnehmer einerseits die richtige Preisbildung an der Börse, andererseits aber auch den Schutz der Anleger vor falschen Entscheiden sicher zu stellen. Der Prospekt dient damit sowohl dem Funktions- wie auch dem Anlegerschutz.

2.1 Funktionsschutz: Sicherstellung einer effizienten Preisbildung

Art. 27 KR hält fest, dass der Kotierungsprospekt sämtliche Angaben enthalten muss, die notwendig sind, um dem sachkundigen Anleger ein begründetes Urteil über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie die Entwicklungsaussichten der Gesellschaft zu ermöglichen. Ziel des Prospektes ist es, auf diese Weise sicherzustellen, dass die Anleger ihre Anlageentscheide auf der Basis möglichst vollumfänglicher Informationen fällen und sich dementsprechend nach der Theorie des effizienten Marktes auch der "richtige", d.h. ein den Chancen und Risiken des Unternehmens entsprechender Preis bildet. In diesem Sinne soll der Prospekt die Basis für einen funktionierenden Markt bilden.

Das Konzept der SIX, durch Transparenz einen effizienten Markt sicher zu stellen, geht über die Kotierungsphase und den Kotierungsprospekt hinaus. Indem die SIX von den kotierten Gesellschaften im Rahmen der periodischen Publizität die Publikation von umfassenden Jahres- und Halbjahresberichten[292] und im Rahmen der Ad hoc-Publizität die sofortige Offenlegung kursrelevanter Informationen[293] verlangt, setzt sie das Prinzip der

289 Dazu im Einzelnen Ziff. C.1.5.1 ff.

290 Art. 34 Abs. 2 KR.

291 Dazu im Einzelnen Ziff. B.1.1.2 ff.

292 Dazu hinten Ziff. E.1.

293 Dazu hinten Ziff. E.2.

Transparenz auch nach der Kotierung konsequent fort, um weiterhin eine effiziente Preisbildung sicher zu stellen.

2.2 Anlegerschutz

Zweck des Kotierungsprospektes ist aber auch der Schutz der individuellen Anleger vor falschen Entscheidungen. Der Anlegerschutz wird im Rahmen der SIX allerdings nicht durch das Verbot der Kotierung besonders risikoreicher Aktien bzw. Gesellschaften verfolgt, sondern durch Transparenz, d.h. der Anleger soll selbst darüber entscheiden können, ob er die Risiken, die mit einer bestimmten Aktie verbunden sind, eingehen will. In diesem Sinne sieht Schema A in Ziff. 1 auch ausdrücklich vor, dass der Prospekt auf Risiken der Gesellschaft bzw. der konkreten Beteiligung hinzuweisen hat[294].

Das Ziel, die individuellen Investoren zu schützen, überschneidet sich dabei letztlich mit dem oben dargestellten Ziel, durch Transparenz eine faire Preisbildung zu ermöglichen, da der beste Anlegerschutz in der Gewährleistung eines effizienten Marktes liegt; auch der unbedarfte Anleger kauft im effizienten Markt die Aktien zu einem Preis, der Risiken und Chancen einer Aktie richtig reflektiert. Damit kann zwar nicht verhindert werden, dass ein Anleger, der sich selbst nicht über die Risiken orientiert, einen Titel kauft, der Risiken beinhaltet, die über seine Risikotoleranz hinausgehen; der Preis, zu dem er die Titel kauft, trägt aber wenigstens diesem Risiko Rechnung.

2.3 Die Marketingfunktion des Prospektes

Vom Unternehmen aus betrachtet hat der Emissionsprospekt auch eine Marketingfunktion. Er soll so ausgestaltet sein, dass die angebotenen Aktien für das Publikum interessant sind und stellt einen Teil eines umfassenden Marketingkonzeptes dar, mit dem die zum Verkauf stehenden Aktien beim Publikum zu platziert werden.

Die Gegenüberstellung der Marketingbedürfnisse des Unternehmens und der oben dargestellten Ziele, welche die SIX mit dem Prospekt anstrebt, zeigen einen klaren Zielkonflikt: Die für Anlegerschutz und Transparenz notwendige Darstellung der Risiken und negativen Seiten des Unternehmens steht letztlich in Konflikt mit der Bestrebung des Unternehmens, den Erfolg der Aktienplatzierung durch eine möglichst positive Darstellung des Unternehmens sicherzustellen.

Das Kotierungsreglement hält in Art. 32 Abs. 3 KR fest, dass ein Kotierungsprospekt keine aufdringlichen Anpreisungen und Darstellungen enthalten darf. Daraus und vor allem auch aus dem Bestreben aller an der Emission beteiligten Personen, eine Haftung zu vermeiden, hat sich in der Praxis der Grundsatz entwickelt, dass ein Kotierungsprospekt kein Werbemittel sein soll, sondern eine möglichst objektive Darstellung des Unternehmens beinhalten muss. Tatsächlich zeigt sich in der Praxis aber auch, dass professionelle

---

294 Vgl. auch die Richtlinie Track Record, die in Art. 9 Ziff. 4 bei jungen Unternehmen, welche die Drei-Jahres-Regel nicht erfüllen und deshalb als besonders risikoreich betrachtet werden, die Offenlegung spezifischer mit den Unternehmen verbundenen Risiken verlangt.

Anleger eine objektive Darstellung von Chancen und Risiken schätzen und ein in diesem Sinne sorgfältig ausgearbeiteter Prospekt eine gute Basis für eine erfolgreiche Emission ist, während ein zu stark nach Marketinggesichtspunkten ausgerichteter Prospekt nach den negativen Erfahrungen der letzten 20 Jahre geradezu abschreckend wirkt. Wie unten in Ziff. C.1.5.5 dargestellt, zeigen sich in der Praxis die Marketingbestrebungen vor allem in dem Teil des Prospektes, in dem das Unternehmen für den relevanten Markt seine Strategien sowie seine Stärken beschreibt. In diesem Teil des Prospektes stellt das Unternehmen letztlich sein Wertsteigerungspotential dar, um so die angestrebte hohe Bewertung zu rechtfertigen.

3. Der Adressat des Prospektes: Der sachkundige Anleger

Adressat des Prospektes ist nicht der "unwissende/laienhafte" Anleger, sondern gemäss Art. 27 Abs. 1 KR ausdrücklich der "sachkundige" Anleger. Diese Ausrichtung auf sachkundige Anleger gilt nicht nur für den Prospekt, sondern ist Basis des gesamten Informations- und Transparenzkonzeptes der SIX, d.h. auch die Formulierung von Ad hoc-Mitteilungen sowie von Jahres- und Halbjahresberichten kann sich an diesem Adressatenkreis orientieren.

Von einem "sachkundigen Anleger" kann erwartet werden, dass er Jahresrechnungen, die nach einem der anwendbaren Standards (Swiss GAAP FER, IFRS, US-GAAP) erstellt worden sind, versteht und interpretieren kann und auch über genügend Fachkenntnis verfügt, um die Beschreibungen des Geschäftes bzw. von Geschäftsvorfällen und Risiken zu verstehen. Der Umstand, dass der Prospekt und weitere Mitteilungen auf sachkundige Anleger ausgerichtet werden, führt dazu, dass diese Dokumente Informationen in einem Detaillierungsgrad enthalten, der diesen Anlegern Investitionsentscheide ermöglicht. Umgekehrt hat die Ausrichtung auf sachkundige Anleger aber auch die Konsequenz, dass finanziell und geschäftlich unbedarfte Anleger die betreffenden Informationen häufig nicht verstehen und diese auch nicht in ihre Entscheidungen einbeziehen können – ja oft sogar nicht einmal lesen. Im Sinne der Selbstverantwortung des Anlegers verlangt die SIX aber, dass sich die Anleger, die Aktien erwerben, im Rahmen ihrer Selbstverantwortung soweit ausbilden, dass sie die Informationen, welche die Gesellschaften veröffentlichen müssen, verstehen[295].

Der Adressatenkreis der "sachkundigen" Anleger stimmt aber auch mit der Theorie des effizienten Marktes überein. Wie vorne in Ziff. A.2 dargestellt, ergibt sich in der Praxis bereits dann eine ökonomisch richtige Preisbildung, wenn die verfügbaren Informationen von Analysten sowie professionellen Anlegern und professionell beratenen Anlegern verarbeitet werden, auch wenn ein grosser Teil der Anleger diese Informationen mangels Sachkenntnissen weder versteht, noch richtig verarbeitet. Auch Anleger, die

---

295 Wie vorne in Ziff. A.2 dargestellt, geht das Börsenrecht vom "mündigen" Anleger aus, der für seine eigenen Handlungen verantwortlich ist und sich dementsprechend auch informiert. In diesem Sinne entspricht die Position der SIX den grundsätzlichen Zielsetzung des Börsenrechtes.

keine Informationen verarbeiten, weil sie diese nicht verstehen oder den Aufwand scheuen, profitieren damit von der Information bzw. den professionellen Anlegern, die diese verarbeiten, da sie automatisch zum richtigen Preis kaufen, d.h. zu einem Preis, der den vom betreffenden Unternehmen offengelegten Informationen entspricht.

4. Grundsätze der Prospekterstellung

Um sicherzustellen, dass ein Prospekt die im Kotierungsreglement angestrebten Ziele erreicht, sind bei seiner Erstellung gemäss Art. 27 ff. KR folgende Grundsätze zu beachten:

4.1 Vollständigkeit

Der Prospekt muss sämtliche für die Beurteilung von Chancen und Risiken notwendigen Informationen enthalten. Im Sinne des Vollständigkeitsgebotes darf ein Prospekt daher nicht nur positive Informationen enthalten, sondern muss auch für das Unternehmen negative Punkte bzw. Risiken der Geschäftstätigkeit darstellen, selbst wenn dies den Marketingbestrebungen des Unternehmens zuwiderläuft.

4.2 Wahrheit

Sämtliche Sachverhaltsdarstellungen innerhalb des Prospektes müssen inhaltlich richtig sein. Bei Aussagen über die Zukunft, kann der strenge Massstab der Wahrheit naturgemäss nicht angelegt werden. Diese müssen aber in dem Sinne vertretbar sein, dass die Grundlagen für die entsprechenden Zukunftsprojektionen heute tatsächlich gegeben sind[296] bzw. dass die heute bekannten Fakten nicht bereits die entsprechenden Zukunftsprojektionen verunmöglichen[297]. Das Gleiche gilt auch für die im Prospekt aufgeführte Werturteile; diese müssen nachvollziehbar sein, d.h. dürfen in Anbetracht der bekannten Tatsachen nicht als unvernünftig erscheinen[298].

4.3 Klarheit, keine Irreführung

Die Aussagen des Prospektes müssen so aufgebaut sein, dass sie für den sachkundigen Anleger verständlich sind. In diesem Sinne muss insbesondere vermieden werden, dass negative Punkte und Risikohinweise durch eine komplexe Darstellung oder durch ein Überangebot an Informationen "versteckt" werden.

---

296 Diese sind gegeben, wenn ein vernünftiger und professioneller Manager, der sich in einer dem Unternehmen vergleichbaren Position befindet, aufgrund der vorliegenden Fakten die entsprechenden Prognosen ebenfalls vertreten könnte.

297 Eine derartige Situation würde beispielsweise vorliegen, wenn ein Unternehmen die Aussage macht, dass es bei einem bestimmten Medikament hohe Umsätze erwartet, obwohl der Unternehmensleitung bekannt ist, dass die klinischen Tests bisher nicht zu den gewünschten positiven Resultaten geführt haben und es daher praktisch unmöglich ist, das betreffende Medikament auf den Markt zu bringen.

298 Eine derartige Situation würde beispielsweise vorliegen, wenn ein Prospekt die Aussage enthalten würde, dass die Produkte eines Unternehmens den Konkurrenzprodukten in allen Belangen überlegen seien, obwohl der Geschäftsleitung bekannt ist, dass ein vergleichender Warentest einer Konsumentenorganisation das Produkt der betreffenden Gesellschaft im hinteren Mittelfeld klassiert hat.

4.4 Wesentlichkeit

Eng mit dem Klarheitsgebot ist auch das Gebot der Wesentlichkeit verbunden; die Angaben im Prospekt müssen sich auf die für die Entscheidung des Anlegers wesentlichen Punkte beschränken. Ein Überangebot an irrelevanter Information führt dazu, dass die für die Anleger wesentlichen Angaben untergehen. Das Gebot der Wesentlichkeit begrenzt damit das Gebot der Vollständigkeit; Vollständigkeit bedeutet in diesem Sinne nicht, dass alle erdenklichen Informationen über das Unternehmen offengelegt werden müssen, sondern nur die Informationen, die für den Anlageentscheid relevant sind.

5. Der Inhalt des Prospektes

Der Inhalt des Kotierungsprospektes wird für die gemäss Main Standard oder Domestic Standard kotierten Gesellschaften durch Schema A konkretisiert, welches im Sinne einer Checkliste die Informationen aufzählt, die ein Prospekt enthalten muss:

5.1 Allgemeine Angaben über die Gesellschaft (Ziff. 2.1 Schema A)

Der Prospekt muss Firma, Sitz, Ort, Zeitpunkt der Gründung, Rechtsform und Zweck der Gesellschaft offenlegen. Falls die Gesellschaft Teil eines Konzerns ist, muss der Konzern sowie die Stellung der Gesellschaft im Konzern[299] beschrieben werden.

5.2 Die Organe der Gesellschaft (Ziff. 2.2 Schema A)

Der Prospekt muss die Anleger umfassend über die Zusammensetzung der wesentlichen Organe der Gesellschaft orientieren. Dabei müssen Angaben über Aufgaben und Kompetenzen des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung gemacht werden, wobei auch die Kontrollinstrumente des Verwaltungsrats gegenüber der Geschäftsleitung dargestellt werden müssen. Im Rahmen der Darstellung des Verwaltungsrats sind auch die einzelnen Ausschüsse und ihre Aufgaben darzustellen. Neben der Funktionsbeschreibung der Organe müssen im Kotierungsprospekt auch die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsführung aufgeführt werden[300], wobei diese normalerweise mit ausführlichem Lebenslauf vorgestellt werden[301].

Damit die Anleger das finanzielle Engagement der Organe in der Gesellschaft kennen, muss im Prospekt offengelegt werden, welche Beteiligungs- und Optionsrechte Verwaltungsrat und Geschäftsführung insgesamt halten. Die Entschädigungen, welche Verwaltungsrat und Geschäftsleitung sowie die diesen Organen nahe stehende Personen erhalten, einschliesslich Angaben über allfällig gewährte Kredite und andere Geschäfte zu unüblichen Bedingungen, müssen im Rahmen der finanziellen Informationen im An-

---

299 Holdinggesellschaft, Tochtergesellschaft, Zwischenholding.

300 Wechseln die Mitglieder des Verwaltungsrats oder der Geschäftsführung im Zeitpunkt der Kotierung, so müssen die Personen aufgeführt werden, die im Zeitpunkt der Kotierung tatsächlich diese Funktion ausüben.

301 Gemäss Ziff. 2.2.2 von Schema A müssen an und für sich nur parallele Tätigkeiten und die in den letzten fünf Jahren ausgeübten Tätigkeiten bei anderen kotierten oder sonst wesentlichen Gesellschaften offengelegt werden. Die meisten Kotierungsprospekte gehen in diesem Punkt aber wesentlich weiter.

hang zur handelsrechtlichen Jahresrechnung gemäss Art. 663b^{bis} OR ebenfalls offengelegt werden[302].

5.3 Angaben über die zu kotierenden Aktien und die Emission (Ziff. 3 Schema A)

Neben Anzahl und Nennwert der zu kotierenden Aktien müssen auch die Rechtsgrundlagen[303] für ihre Ausgabe dargestellt werden.

Sofern eine Emission neuer Beteiligungspapiere gleichzeitig mit der Kotierung oder weniger als zwölf Monate vor der Kotierung stattfand, sind die Art der Emission[304] und die Emissionsbedingungen im Prospekt darzustellen. Dabei müssen aber nicht nur die rechtlichen Rahmenbedingungen der Aktienausgabe, sondern auch die wirtschaftlichen Auswirkungen im Unternehmen dargestellt werden. So muss die Gesellschaft insbesondere offenlegen, wie hoch der Nettoerlös aus der Emission nach Abzug der Transaktionskosten ist und wie dieser Nettoerlös verwendet werden soll[305].

Sofern die neu zu kotierenden Aktien aus einer Sachübernahme, einer Spaltung oder einer Sacheinlage entstanden sind, muss die betreffende Transaktion im Prospekt beschrieben werden. Die Beschreibung muss so detailliert sein, dass sich die Anleger ein Bild darüber machen können, welcher Gegenwert der Gesellschaft bei der Ausgabe der neuen Aktien zugeflossen ist.

Der Kotierungsprospekt muss die mit den Aktien verbundenen Rechte, d.h. insbesondere das Stimmrecht und die Beteiligung an Gewinn und Liquidationserlös, beschreiben. Im Zusammenhang mit den Stimmrechten sind auch die Regeln für die Traktandierung von Anträgen an der Generalversammlung darzulegen[306], damit der Anleger die Möglichkeiten einschätzen kann, die er selbst zur Beeinflussung der Gesellschaft hat. Ebenso müssen auch allfällige statutarische Beschränkungen der Handelbarkeit dargestellt werden, wobei nicht nur die Einschränkungen darzustellen sind, die sich aus einer statutarischen Vinkulierung ergeben, sondern auch Verkaufsbeschränkungen, die auf ausländischem Recht basieren[307].

Soweit die zu kotierenden Titel bisher bereits ausserbörslich oder an einer anderen Börse als der SIX gehandelt worden sind, muss auch die Kursentwicklung in den letzten drei Jahren dargestellt werden[308].

---

302 Im Einzelnen dazu Ziff. D.2.2 hinten.

303 Insbesondere der Beschluss über die Ausgabe neuer Aktien.

304 Festübernahme, Vorplatzierung etc.; insbesondere Hinweise auf parallele internationale Emissionen sowie auf gleichzeitige Privatplatzierungen (insbesondere 144A-Platzierung in den USA).

305 Bei der Beschreibung der Mittelverwendung genügen aber Angaben wie "Finanzierung der Expansion des Unternehmens" oder "Refinanzierung von Fremdkapital".

306 Ziff. 2.5.7 Schema A.

307 Dabei ist insbesondere auf Verkaufsrestriktionen bezüglich US-Personen hinzuweisen, die sich aus der amerikanischen Gesetzgebung ergeben. Ähnliche Beschränkungen ergeben sich auch bezüglich England, Australien, Japan und Kanada.

308 Dies gilt auch bei Kapitalerhöhungen, sofern bisher Aktien der gleichen Kategorie gehandelt worden sind.

5.4 Kapital und Stimmrechtsverhältnisse (Ziff. 2.5 Schema A)

Damit die Anleger wissen, welche Stellung die zur Kotierung anstehenden Aktien im Gesamtkapital der Gesellschaft einnehmen, muss der Prospekt das gesamte Aktienkapital der Gesellschaft unter Angabe der Rechte der einzelnen Aktienkategorien darstellen, wobei auch ein genehmigtes oder bedingtes Kapital sowie die Rechte allenfalls ausgegebener Partizipations- und Genussscheine ausführlich beschrieben werden müssen. Soweit sich das Aktienkapital der Gesellschaft durch Kapitalerhöhungen oder –herabsetzungen in den drei der Kotierung vorangehenden Jahren verändert hat, müssen diese im Detail dargestellt werden, wobei bei Kapitalerhöhungen auch der Ausgabepreis der neuen Aktien angegeben werden muss. Soweit das Kapital in dieser Zeit durch Sacheinlagen und Fusionen erhöht bzw. durch Abspaltungen reduziert worden ist, müssen die betreffenden Transaktionen und insbesondere auch die dadurch eingebrachten bzw. abgespaltenen Werte im Einzelnen dargestellt werden.

Damit sich die Anleger ein Bild von den tatsächlichen Stimmrechts- und Machtverhältnissen machen können, muss der Prospekt auch Stimmrechtsbeschränkungen, Übertragungsbeschränkungen und andere von den gesetzlichen Bestimmungen abweichende Gestaltungen der Aktionärsrechte beschreiben und die Zahl der von der Gesellschaft selbst gehaltenen Aktien sowie die bedeutenden Aktionäre offenlegen[309].

Um die Aktionäre über ihre Rechte bei einem Übernahmeversuch zu orientieren, muss auch dargestellt werden, ob die Gesellschaft ein Opting-up oder Opting-out vorgesehen hat[310] und ob die Gesellschaft bestimmte Abwehrmechanismen vorgesehen hat[311], um Übernahmen zu verhindern.

Im Rahmen der Darstellung des Kapitals und der Finanzierungsverhältnisse der Gesellschaft müssen sämtliche ausstehenden Wandel- und Optionsrechte, sowie Anleihen und Kredite aufgeführt werden, sodass die Anleger sich nicht nur ein Bild über die Zusammensetzung des Eigenkapitals und des Fremdkapitals machen können, sondern auch abschätzen können, welche Verwässerung durch die Ausübung von Wandel- und Optionsrechten in der Zukunft entstehen kann. Dabei müssen selbstverständlich nicht nur die mit Anleihen verbundenen Optionsrechte, sondern auch die an Aktionären und Arbeitnehmern ausgegebenen Optionen dargestellt werden, da diese genau gleich wie eine Wandel- oder Optionsanleihe zu einer Verwässerung führen.

---

309 Offengelegt werden müssen alle Aktionäre, die gemäss Art. 20 BEHG offenzulegen sind, d.h. Aktionäre mit einem Stimmrechtsanteil von über 3%.

310 Die Statuten einer Gesellschaft können vorsehen, dass ein Aktionär, der über einen Drittel der Aktien erworben hat, in Abweichung von Art. 32 BEHG kein öffentliches Übernahmeangebot machen muss (Opting-out) oder dass die Grenze für ein öffentliches Angebot nicht bei 33 1/3% der Aktien liegt, sondern bei max. 49% (Opting-up); Im Einzelnen dazu Walder Wyss Broschüre: "Beteiligungserwerb an kotierten Gesellschaften".

311 Vinkulierung und Stimmrechtsbeschränkung mit Gruppenklauseln, spezielle Mehrheitsvorschriften für die Änderung von derartigen Statutenbestimmungen und für die Abberufung von Verwaltungsratsmitgliedern.

5.5 Geschäftstätigkeit (Ziff. 2.3 Schema A)

Der Kotierungsprospekt muss diejenigen Angaben über die Geschäftstätigkeit enthalten, die für die Beurteilung der Tätigkeit, Wachstumschancen und Risiken des Unternehmens von Bedeutung sind. Die Beschreibung der Geschäftstätigkeit ist neben dem weiter hinten dargestellten Finanzteil der wichtigste Teil des Prospektes, da sich aus diesen Angaben zusammen mit den Daten aus dem Finanzteil die Bewertung des Unternehmens ergibt.

Die Schwerpunkte bei der Darstellung der Geschäftstätigkeit im Kotierungsprospekt variieren von Unternehmen zu Unternehmen, da sie der konkreten Geschäftstätigkeit und Risikolage des Unternehmens angepasst werden müssen. Während z.B. bei einem Elektrizitätswerk aufgrund seiner Kapitalintensität und der Abhängigkeit von der Stromerzeugung das Anlagevermögen sowie die Investitionspolitik und die Sicherung der Wasserrechte bzw. Strombezugsrechte im Vordergrund stehen, liegt der Schwerpunkt bei einem pharmazeutischen Unternehmen auf den einzelnen heute vertriebenen Produkten, den entsprechenden Immaterialgüterrechten und der Forschungstätigkeit.

Wesentlich bei der Darstellung der Geschäftstätigkeit ist aber, dass nicht nur die positiven Aspekte der Geschäftstätigkeit dargestellt werden, sondern auch Probleme und Risiken, die für die Entwicklung des Unternehmens von wesentlicher Bedeutung sind, offengelegt werden. So sind insbesondere auch Unternehmensbereiche darzustellen, die weniger Erfolg haben, und dürfen nicht durch die Zusammenfassung mit einem erfolgreichen Bereich "versteckt" werden[312]. Der Prospekt muss auch auf Probleme mit Kunden und Lieferanten sowie auf Misserfolge bei Investitionen und Forschungstätigkeit hinweisen, falls diese für die weitere Entwicklung und die Rentabilität des Unternehmens wesentlich sind.

Obwohl die Darstellung der Geschäftstätigkeit sehr stark von der individuellen Geschäftstätigkeit des Unternehmens geprägt wird, müssen in jedem Fall folgende Punkte dargestellt werden:

5.5.1 Strategie des Unternehmens

Ausgangspunkt der Darstellung der Geschäftstätigkeit muss eine Übersicht über die Strategie des Unternehmens sein. Bei dieser Darstellung muss allerdings nicht der gesamte Mittelfristplan eines Unternehmens dargestellt werden; die vom Verwaltungsrat festgelegten strategischen Hauptstossrichtungen sind jedoch aufzuzeigen, damit sich der Anleger ein Bild darüber machen kann, in welche Richtung sich das Unternehmen entwickeln will.

---

312 Ob Geschäftsbereiche einzeln beschrieben oder in grösseren Einheiten zusammengefasst werden können, ergibt sich letztlich aus den Kriterien, für den Segmentsausweis nach IFRS bzw. US-GAAP. Wenn im Rechnungswesen ein Geschäftsbereich als einzelnes Segment ausgewiesen werden muss, so muss dieser auch im Prospekt als einzelner Bereich mit seinen Problemen beschrieben werden.

Bei der Darstellung der Strategie fliessen natürlich immer auch Marketinggesichtspunkte in die Prospekterstellung ein. Damit eine Emission erfolgreich ist, muss das Unternehmen ja eine Strategie aufzeigen, die zu einer Steigerung des Unternehmenswertes führt. Dementsprechend wird die Strategie auf die Darstellung der Markttrends und der strategischen Erfolgspositionen des Unternehmens im Prospekt abgestimmt[313] und bildet mit diesen eine logische Einheit, die den Weg zur Steigerung des Unternehmenswertes aufzeigt. Damit wird letztlich die Basis dafür geschaffen, dass Analysten zu einer positiven Einschätzung des Unternehmens gelangen und dementsprechend steigende Gewinne prognostizieren[314].

Trotz allen Marketingüberlegungen muss aber bei der Darstellung der Strategie darauf hingewiesen werden, dass die Umsetzung der Strategie nicht vom Unternehmen allein abhängt, sondern von vielen Faktoren beeinflusst wird, die sich zum Teil dem Einfluss des Unternehmens entziehen. So können die vom Unternehmen definierten Strategien durch Veränderungen der Marktsituation oder durch Gegenmassnahmen von Konkurrenten und konjunkturelle Schwankungen durchkreuzt werden. Die Erfahrung zeigt, dass Strategien wegen diesen externen Einflüssen im heutigen Umfeld eine relativ kurze Lebensdauer haben und häufig angepasst bzw. verändert werden müssen. Dementsprechend muss nicht nur im Rahmen der "Risk Section"[315], sondern bereits in der Darstellung der Strategie auf mögliche Umsetzungsprobleme hingewiesen werden.

5.5.2 Struktur des Unternehmens

Die Grundzüge der Struktur (Stammhaus- oder Holdingstruktur) und der Führungslinien müssen dargestellt werden.

5.5.3 Tätigkeitsbereiche

Im Rahmen der Beschreibung der Geschäftstätigkeit sind insbesondere die Haupttätigkeitsbereiche des Unternehmens unter Angabe der wichtigsten Erzeugnisse und Dienstleistungen darzustellen, wobei auch das Marktumfeld (Konkurrenten und Kunden) sowie die Marktposition des Unternehmens beschrieben werden müssen. Um dem Anleger Anhaltspunkte über die quantitative Bedeutung der einzelnen Bereiche des Unternehmens zu geben, müssen die Nettoumsatzerlöse nach Tätigkeitsbereichen oder geographischen Märkten gegliedert werden[316].

5.5.4 Standorte / Betriebe

DDer Prospekt muss die Standorte der einzelnen Betriebe aufführen und die Bedeutung

---

313 Dazu Ziff. C.1.9 hinten.

314 Selbstverständlich genügt dazu nicht allein die Darstellung von Marktgegebenheit und Strategie. Das Unternehmen muss auch über das notwendige Personal und die Anlagen verfügen, die zur Umsetzung der Strategie notwendig sind. Überdies lassen sich Analysten und Anleger nur dann von einer Strategie überzeugen, wenn das Unternehmen einen Track Record vorlegt, der zeigt, dass es seine Strategie tatsächlich in der Vergangenheit erfolgreich umsetzen konnte.

315 Dazu weiter hinten.

316 Vgl. die Pflicht zur Berichterstattung nach IFRS und US-GAAP.

der wesentlichen Betriebe[317] darstellen, wobei auch ein allfälliger Grundbesitz beschrieben werden muss. Damit sich der Anleger über die Personalintensität des Unternehmens orientieren kann, hat der Prospekt zudem auch eine Aufstellung über die Zahl der Arbeitnehmer zu enthalten, die nach Möglichkeit gemäss Standorten gegliedert sein sollte.

5.5.5 Ressourcen

Bei Unternehmen, die Rohstoffe und Energiequellen nutzen, müssen Angaben über wesentliche Lagerstätten und die Dauer der möglichen zukünftigen Nutzung gemacht werden, damit sich die Anleger ein Bild über die Abhängigkeit von bestimmten Rohstoff- und Energiequellen machen können.

5.5.6 Aussergewöhnliche Ereignisse und Transaktionen

Soweit es im Rahmen der Geschäftstätigkeit in der jüngeren Vergangenheit zu aussergewöhnlichen Ereignissen oder Transaktionen gekommen ist, müssen diese Vorfälle im Prospekt offengelegt und ihr Einfluss auf das Geschäft und seine Gestaltung dargestellt werden. In diesem Sinne sind insbesondere Unternehmenskäufe und -verkäufe offenzulegen, die für das Unternehmen wesentlich waren. Dies gilt auch für Umstrukturierungen, sofern diese die Geschäftstätigkeit bzw. das finanzielle Ergebnis erheblich beeinflusst haben. Ziel ist dabei nicht eine umfassende Darstellung der Geschichte des Unternehmens, sondern der für die Gegenwart relevanten Transaktionen. Daher müssen nur Transaktionen dargestellt werden, die in den letzten drei Jahren vor der Kotierung erfolgt sind; länger zurückliegende Transaktionen und Ereignisse müssen nur dargestellt werden, wenn sie aus irgendeinem Grund[318] im Zeitpunkt der Kotierung noch Auswirkungen auf das Unternehmen haben.

5.5.7 Immaterialgüterrechte, Forschung und Entwicklung

Da heute die technologische Basis eines Unternehmens häufig von grosser Bedeutung für seine weitere Entwicklung ist, müssen im Prospekt die Patente und Lizenzen, von denen die Geschäftstätigkeit im wesentlichen Mass abhängt, der Umfang der Forschungs- und Entwicklungstätigkeit in den letzten drei Geschäftsjahren sowie die wesentlichen Projekte, die während dieser Zeit in diesem Bereich verfolgt wurden, dargestellt werden.

5.5.8 Investitionen[319]

Da der Kapitalbedarf des Unternehmens und die Rentabilität des Kapitals durch die Höhe der Investitionen stark beeinflusst werden, ist im Prospekt auch die Investitionspolitik darzustellen, wobei nicht nur die wichtigsten in den letzten drei Geschäftsjahren vorgenommenen Investitionen, sondern auch laufende und geplante Investitionsvorhaben offengelegt werden müssen, wenn sie eine Grösse erreichen, die für die Entwicklung des

317 Als wesentlich gelten Betriebe, die mehr als 10% zum Umsatz oder zur Produktion beitragen.

318 Nachzahlungen aus Earn-Out, Belastungen durch laufende Integrationsprojekte etc.

319 Ziff. 2.4 Schema A.

Unternehmens relevant ist. Angaben über wesentliche zukünftige Investitionen können allerdings weggelassen werden, sofern die Verbreitung dieser Informationen geeignet ist, die Interessen der Gesellschaft zu beeinträchtigen; diese Ausnahme kann angerufen werden, wenn die Gefahr besteht, dass Konkurrenten bei Kenntnis der Investitionsvorhaben gezielt Gegenmassnahmen ergreifen könnten.

5.5.9 Gerichtsverfahren, Streiks und weitere Probleme

Damit die Anleger die Risikolage des Unternehmens beurteilen können, müssen auch hängige oder drohende Gerichts- oder Schiedsverfahren, sowie allfällige Unterbrechungen der Geschäftstätigkeit durch Streiks oder andere Probleme offengelegt werden, wobei die finanziellen Auswirkungen dieser Probleme – wenn immer möglich – zu quantifizieren sind. Typischerweise wird in diesem Bereich auch das Risk Management dargestellt und die Versicherungsdeckung des Unternehmens in groben Zügen geschildert.

Die Angaben über die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft sind meistens in eine Darstellung der Märkte eingebettet, in denen das Unternehmen tätig ist. Dabei sollten die sachlichen und geographischen Märkte und die wesentlichen Trends in diesen Märkten beschrieben werden. Im Rahmen des Marketing Konzepts soll dieser Teil des Prospekts vor allem die Chancen darstellen, die sich der Gesellschaft bieten. Die Strategie des Unternehmens muss natürlich auf die im Prospekt dargestellten Markttrends und auf die Möglichkeiten, welche sich für die Gesellschaft relevanten Märkte ergeben, abgestimmt sein, um auf diese Weise Anlegern und Analysten das Wachstumspotential des Unternehmens aufzuzeigen. Im Sinne einer objektiven und umfassenden Information der Anleger, muss aber bei der Darstellung des Marktes auch auf die Probleme hingewiesen werden, die sich für das Unternehmen ergeben können, wenn sich der Markt anders entwickelt, als im Prospekt dargestellt, oder die Konkurrenten die gleichen Marktchancen wahrnehmen wollen wie das Unternehmen selbst. Die entsprechenden Risiken sollten nicht nur in der Risk Section[320] dargestellt werden, sondern bereits in der Darstellung der Markttrends, wobei im Rahmen der Markttrends auch auf das Problem hinzuweisen ist, dass Aussagen über zukünftige Trends immer unsicher sind, da sie von vielen Faktoren, die nicht immer klar erkennbar sind, beeinflusst werden[321].

Im Zusammenhang mit der Darstellung des Unternehmens findet sich in den meisten Prospekten auch eine Darstellung der strategischen Erfolgspositionen des Unternehmens[322], welche zeigt, dass das Unternehmen die notwendigen Mittel hat, um die Möglichkeiten wahrzunehmen, die der Markt bietet und um seine Strategie erfolgreich umzusetzen. Auch dieser Bereich wird häufig von Marketingüberlegungen beeinflusst, was oft zu einer etwas optimistischen Darstellung der eigenen Stärken führt. Typisch ist in

---

320 Dazu Ziff. C.1.5.10. hinten.

321 Die Erfahrung zeigt, dass die meisten Markttrends bei späterer Betrachtung als sehr optimistisch erscheinen und meistens der Einfluss der Konkurrenz, welche die gleichen Marktchancen wahrnehmen will, weder bei der eigenen Strategie noch bei der Abschätzung des Marktpotentials berücksichtigt wurde.

322 "competitive strengths".

diesem Bereich die Betonung der Führungsstärke bzw. Erfahrung des Managements, die Beschreibung starker Marktpositionen in wachstumsstarken Märkten, die Erläuterung der Kostenvorteile von Produktion und Vertrieb sowie die Beschreibung der technologischen Vorteile, die das Unternehmen gegenüber Konkurrenten hat . Auch hier gilt, dass allfällige Schwächen des Unternehmens nicht nur in der "Risk Section", sondern auch bereits bei der Darstellung der strategischen Erfolgspositionen des Unternehmens aufgezeigt werden müssen.

5.6 Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

Ein zweiter Schwerpunkt neben der Beschreibung der Geschäftstätigkeit ist der Finanzteil des Prospektes, in dem die Bilanz und Erfolgsrechnung dargestellt werden. In diesem Teil des Prospektes werden den Anlegern die Daten und Informationen vermittelt, die notwendig sind, um die finanzielle Situation des Unternehmens zu beurteilen, sodass die Anleger unter Berücksichtigung der Angaben über die Geschäftstätigkeit das Unternehmen bzw. die zu kotierenden Aktien bewerten können. Im Finanzteil des Prospektes sind insbesondere folgende Informationen offenzulegen:

5.6.1 Bilanz, Erfolgsrechnung, Mittelflussrechnung

Um dem Anleger ein Urteil über die finanzielle Position des Unternehmens und seine Entwicklung zu ermöglichen, muss der Prospekt die geprüften Bilanzen, Erfolgsrechnungen und die Mittelflussrechnungen der letzten drei Geschäftsjahre[323] in der Form einer vergleichbaren Darstellung enthalten. Dabei sind sowohl Einzelabschluss wie auch konsolidierter Abschluss zu veröffentlichen, falls die Gesellschaft aufgrund ihrer Struktur eine konsolidierte Rechnung erstellt[324]. Erfolgsrechnung, Bilanz und Mittelflussrechnung müssen dem für die Kotierung vorgeschriebenen Rechnungslegungsstandard entsprechen[325]. Soweit ein konsolidierter Abschluss nach diesem Buchhaltungsstandard erstellt wird, kann der Einzelabschluss aber nach handelsrechtlichen Vorschriften erstellt werden.

5.6.2 Zwischenabschluss

Liegt der Stichtag des letzten veröffentlichten Jahresabschlusses mehr als neun Monate zurück, so ist zusätzlich ein Zwischenabschluss für die ersten sechs Monate des Geschäftsjahres in den Kotierungsprospekt aufzunehmen. Der Zwischenabschluss muss nach den gleichen Rechnungslegungsgrundsätzen wie der Jahresabschluss erstellt werden, muss aber nicht den gleichen Detaillierungsgrad aufweisen wie ein Jahresabschluss[326]. Im Gegensatz zum Jahresabschluss muss der Zwischenabschluss auch nicht

---

323 Vgl. zu den Ausnahmen von der Drei-Jahres-Regel Ziff. B.1.1.2.2 vorne.

324 Die Zulassungsstelle kann die Gesellschaft von der Veröffentlichung des Einzelabschlusses dispensieren, wenn dieser gegenüber der konsolidierten Rechnung keine wesentlichen zusätzlichen Informationen enthält.

325 Die Abschlüsse müssen für eine Kotierung nach Main Standard IFRS oder US-GAAP entsprechen; für eine Kotierung nach dem Domestic Standard genügt Swiss GAAP FER.

326 Die Mindestanforderungen sind in Ziff. 2.7.4 Schema A festgelegt.

geprüft werden, wobei sich allerdings in der Praxis eingebürgert hat, dass die Revisionsstelle mindestens eine Review macht, in der sie die Plausibilität des Zwischenabschlusses überprüft. Auch wenn ein Zwischenabschluss erstellt wird, darf der letzte veröffentlichte Jahresabschluss aber nicht älter als 18 Monate sein[327].

5.6.3 Veränderungen seit dem letzten Jahres- bzw. Zwischenabschlusses

Sind seit dem letzten Jahres- bzw. Zwischenabschluss in der Finanzlage der Gesellschaft wesentliche Änderungen eingetreten, so müssen diese im Kotierungsprospekt offengelegt werden, damit die Anleger nicht aufgrund des Finanzteils des Prospektes von falschen Voraussetzungen ausgehen. In diesem Sinne sind alle finanziellen Entwicklungen darzustellen, die ein wesentlich anderes Bild ergeben als die normale Fortschreibung der in der Finanzberichterstattung erkennbaren Tendenzen. Dementsprechend muss der Prospekt auf Veränderungen des operativen Geschäfts, eine überproportionale Ausweitung oder Reduktion des Umlaufvermögens und grössere Investitionen hinweisen, soweit diese zu signifikanten Veränderungen des Gewinnes oder zu Verschiebungen der Bilanzrelationen geführt haben. In diesem Sinne müssen vor allem auch Verluste, die seit dem letzten Abschlussdatum aufgrund ausserordentlicher Umstände eingetreten sind oder sonst aufgrund der bisher offengelegten Finanzberichterstattung nicht zu erwarten waren, offengelegt werden.

5.6.4 Beteiligungen

Im Rahmen der finanziellen Berichterstattung müssen die konsolidierten Beteiligungen einschliesslich des Beteiligungsanteils und der im Rahmen der Konsolidierung angewandten Erfassungsmethode[328] aufgeführt werden. Soweit neben den konsolidierten Beteiligungen nicht konsolidierte Beteiligungen bestehen, müssen zu diesen Beteiligungen die nach dem anwendbaren Buchhaltungsstandard notwendigen Angaben gemacht werden.

5.6.5 Dividenden[329]

Der Finanzteil des Prospektes muss auch die in den letzten drei Jahren pro Aktie ausgeschütteten Dividenden ausweisen. Diese Beträge müssen selbstverständlich bei Veränderungen des Kapitals adjustiert werden, sodass die Zahlen der verschiedenen Jahre vergleichbar sind.

Bei Prospekten für Emissionen, die sich nicht nur an Schweizer Anleger richten, wird normalerweise im Rahmen des Textteils eine "Management Discussion and Analysis" vorgesehen, in der die im Finanzteil dargestellten Ergebnisse kommentiert und die Er-

---

327 Im Allgemeinen stellt diese Limite kein Problem dar, da bei einer Schweizer Gesellschaft sechs Monate nach Abschluss des Geschäftsjahres schon aus gesellschaftsrechtlichen Gründen ein Jahresabschluss vorliegen muss (vgl. dazu Art. 699 OR).

328 Voll- bzw. Quotenkonsolidierung oder Equity Methode – der anwendbare Buchhaltungs- und Konsolidierungsstandard beschränkt allerdings die Wahl zwischen diesen Methoden bzw. gibt im Allgemeinen die Konsolidierungsmethode zwingend vor.

329 Ziff. 2.8 Schema A.

gebnisse des letzten Jahres mit der Entwicklung der vorangehenden zwei Jahre verglichen werden. Ein derartiger Teil ist nach dem Kotierungsreglement bzw. Schema A zum Kotierungsreglement nicht notwendig. Heute enthalten aber mindestens diejenigen Prospekte von Schweizer Gesellschaften, die sich an internationale Anleger wenden, immer einen derartigen Teil, da dies dem internationalen Standard entspricht.

5.7 Darstellung wesentlicher Strukturveränderungen

Hat ein Unternehmen in Hinblick auf die Kotierung von Aktien im Rahmen eines IPO oder einer Kapitalerhöhung eine Transaktion vorgenommen, die zu einer wesentlichen Strukturänderung führt oder hat das Unternehmen anderweitig seit dem letzten Jahresabschluss eine Strukturänderung vorgenommen, so stellen die oben erwähnten Jahres- und Zwischenabschlüsse die finanzielle Position des Unternehmens nicht mehr in adäquater Weise dar. Beispiele derartiger strukturverändernder Transaktionen sind[330]:

- Neugründung einer Gesellschaft, in die verschiedene bereits bestehende Unternehmen bzw. Unternehmensteile eingebracht wird;
- Fusion mit einer anderen Gesellschaft;
- Kauf eines anderen Unternehmens;
- Abspaltung von Unternehmen oder Unternehmensteilen;
- Schliessung von Betrieben.

Derartige Strukturveränderungen und ihre Auswirkungen auf das Geschäft bzw. die Ergebnisse des Unternehmens müssen im Textteil detailliert beschrieben werden. Zusätzlich müssen aber gemäss Art. 11 ff. Richtlinie komplexe Verhältnisse folgende Informationen offengelegt werden:

- Führen Strukturveränderungen dazu, dass sich das Jahresergebnis, der Umsatz oder die Bilanzsumme um mehr als 25%, aber weniger als 50%, verändern, so müssen neben den geprüften Abschlüssen des Unternehmens für die vergangenen drei Jahre auch noch geprüfte Abschlüsse der neu integrierten bzw. abgespaltenen Unternehmen und Unternehmensteile für zwei Jahre publiziert werden;

- Führt die Strukturveränderung zu einer Veränderung von Umsatz, Ertrag oder Bilanzsumme von mehr als 50%, aber weniger als 100%, so muss zusätzlich zu den für Strukturveränderungen unter 50% notwendigen Abschlüssen auch noch ein Pro Forma-Abschluss für das vorangehende Jahr publiziert werden, in dem das Unternehmen so dargestellt wird, wie wenn die betreffende Veränderung schon in der Vorperiode stattgefunden hätte;

- Hat die betreffende Strukturveränderung zu einer Veränderung von Umsatz, Ertrag oder Bilanzsumme von über 100% geführt, so müssen neben den geprüften

330 Art. 5 Richtlinie komplexe finanzielle Verhältnisse.

Abschlüssen des betreffenden Unternehmens selbst sowie dem Pro Forma-Abschluss für das vorausgegangene Jahr auch noch historische Abschlüsse von drei Jahren für die von der Umstrukturierung direkt betroffenen Unternehmen bzw. Unternehmensteile publiziert werden.

Führen derartige Strukturveränderungen zu einer Änderung von Umsatz, Gewinn oder Bilanzsumme von weniger als 25%, so werden sie nicht als wesentlich betrachtet und es sind keine zusätzlichen Abschlüsse notwendig. Es genügt, wenn die betreffenden Veränderungen einschliesslich ungefährer finanzieller Auswirkungen im Prospekt beschrieben werden.

5.8 Steuern[331]

Der Kotierungsprospekt muss Angaben über die Verrechnungssteuer oder ähnliche Quellensteuern enthalten, die auf den Dividendenausschüttungen der Gesellschaft erhoben werden, damit sich die Anleger über die Abzüge orientieren können, die auf den Dividenden gemacht werden.

Normalerweise werden in den Emissionsprospekten aber auch noch generelle Angaben über die Besteuerung der Aktionäre gemacht. Diese Hinweise sind allerdings meist von beschränktem Wert, da die Besteuerung der Aktionäre von ihrer individuellen Steuersituation abhängt und damit die generellen Ausführungen im Prospekt nie die individuelle Abklärung der Steuersituation ersetzen können.

5.9 Informationspolitik des Unternehmens

Im Prospekt muss das Unternehmen Rhythmus und Form beschreiben, in denen es die Aktionäre bzw. das Publikum über seine Entwicklung informiert. Der Prospekt muss insbesondere die ständigen Informationsquellen wie z .B. die Homepage sowie Kontaktadressen für Investor Relations angeben.

5.10 Risikohinweise im Prospekt

5.10.1 Die Pflicht zur Offenlegung von Risiken

Gemäss Ziff. 1 Schema A ist im Kotierungsprospekt ausdrücklich und in prominenter Weise auf Risiken hinzuweisen, die mit den angebotenen Beteiligungspapieren bzw. dem Unternehmen verbunden sind, wobei Schema A allerdings nicht vorgibt, auf welche Risiken im Einzelnen hinzuweisen ist[332]. Die Pflicht, auf Risiken und Probleme der

---

331 Ziff. 2.5.12 Schema A.

332 Die Richtlinie Track Record enthält in Art. 9 Ziff. 4 immerhin einige konkrete Hinweise über die Risiken, auf die die Gesellschaften hinweisen müssen, die als "junge Gesellschaften" eine Ausnahme von der Drei-Jahres-Regel beantragen. Die in dieser Richtlinie dargestellten Risikohinweise können grundsätzlich als Anhaltspunkte für alle Unternehmen dienen: Ungewöhnliche Wettbewerbsbedingungen, besondere Abhängigkeit von Patenten und Lizenzen, Risiken mit Bezug auf die Markteinführung von Produkten, die Abhängigkeit von bestimmten Märkten, einzelnen Kunden oder verbundenen Personen, die Preisentwicklung von Rohstoffen oder Wechselkursschwankungen, Risiken staatlicher Eingriffe, Risiken von Branchenzyklen, Abhängigkeit von Fachwissen einzelner Personen.

zu kotierenden Gesellschaft hinzuweisen, ergibt sich allerdings bereits aus dem in Art. 27 KR definierten Grundsatz, dass der Kotierungsprospekt alle Angaben enthalten muss, die notwendig sind, um den sachkundigen Anlegern ein begründetes Urteil über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie die Entwicklungsaussichten der Gesellschaft zu ermöglichen. Dieses Prinzip bedingt letztlich die Offenlegung von Problemen und Risiken, die mit der Gesellschaft verbunden sind, da eine Gesellschaft nur beurteilt werden kann, wenn auch ihre Risiken bekannt sind. Der in Art. 27 KR definierte Grundsatz, dass der Kotierungsprospekt sämtliche für die Beurteilung von Chancen und Risiken notwendigen Informationen enthalten muss, bedeutet vor allem aber auch, dass es nicht genügt, nur in einer speziellen "Risk Section" des Prospektes einzelne Risiken des Unternehmens darzustellen. Dieses Prinzip verlangt vielmehr, dass auch im Text des Prospektes, d.h. insbesondere bei der Darstellung der Geschäftstätigkeit und der Finanzlage der Gesellschaft, auf konkrete Probleme und Risiken hingewiesen wird.

5.10.2 Bedeutung und Detaillierungsgrad der Risikohinweise

Die richtige und umfassende Darstellung der Risiken und Probleme einer Gesellschaft ist eine der zentralen Fragen der Prospektgestaltung. Während eine unvollständige Darstellung von Risiken und Schwachstellen für die an der Prospekterstellung beteiligten Personen zu Haftungsrisiken führen kann, führt die richtige Darstellung von Risiken und Problemen zu einem weitgehenden Haftungsausschluss; Anleger können aus Prospekthaftpflicht keine Ansprüche geltend machen, wenn sich bei der Gesellschaft nach der Emission Probleme zeigen, die im Rahmen der Risikohinweise offengelegt worden sind[333]. Die verantwortlichen Organe sowie Banken und andere Dritte, die bei der Prospekterstellung oder Emission beteiligt sind, legen daher entsprechend grossen Wert auf die vollständige Erfassung und Darstellung aller Risiken.

Ausführliche Risikohinweise werden von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung häufig aber als störend empfunden, da sie von der positiven Situation des Unternehmens ablenken und – mindestens wenn sich alle Risiken realisieren würden – ein zu pessimistisches Bild des Unternehmens ergeben. Eine detaillierte Darstellung der existierenden Risiken, Schwachstellen und Probleme kann für die Gesellschaft aber auch im Rahmen der Konkurrenzsituation ungünstige Auswirkungen haben, oder – bei einem Hinweis auf potentielle Ansprüche Dritter – diesen Drittpersonen gerade die entscheidenden Hinweise für die Geltendmachung ihrer Ansprüche geben. So kann beispielsweise der Hinweis auf konkrete Qualitätsprobleme bei gewissen Produkten und die Möglichkeit entsprechender Ansprüche von Kunden dazu führen, dass sich nicht nur Kunden Gedanken über mögliche Ansprüche machen, sondern dass auch die Konkurrenz derartige Probleme in den Verkaufsgesprächen mit Kunden aufzeigt[334]. Dies führt dazu, dass Verwaltungsrat

---

333 Letztlich hat die Offenlegung von Risiken und Problemen die gleiche Funktion wie die Offenlegung von Risiken und Problemfällen beim Unternehmensverkauf, wobei sie gemäss Art. 200 OR zum Haftungsausschluss führt.

334 Ähnliche Effekte hat auch die Darstellung von Steuerrisiken, welche die Steuerbehörden zu entsprechenden Untersuchungen verleiten könnte.

und Geschäftsleitung häufig detaillierte Risikohinweise ablehnen, bzw. als ungerechtfertigte Last empfinden.

Trotz der oben dargestellten Probleme, die Risikohinweise mit sich bringen können, hat sich in den letzten Jahren auch in der Schweiz ein klarer Trend zu einer möglichst umfassenden und detaillierten Darstellung der Risiken entwickelt, da die Vermeidung einer Haftung für die meisten Beteiligten letztlich wichtiger ist als eine positive Marketingdarstellung. Dementsprechend wird in der Praxis versucht, bestehende Risiken und Schwachstellen so konkret wie möglich darzustellen. Sofern in einzelnen Bereichen aus Diskretions- oder Konkurrenzgründen auf eine detaillierte Darstellung verzichtet wird, werden die betreffenden Risiken und Schwachstellen zumindest in einer allgemeinen Formulierung erwähnt.

Diese Entwicklung der Prospekte zu einer möglichst detaillierten Offenlegung der Risiken führt – zusammen mit der zum Teil sehr weitläufigen Beschreibung der Geschäftstätigkeit – häufig zu sehr voluminösen Prospekten, die für den durchschnittlichen Anleger schwerfällig wirken. Die Erfahrung zeigt aber, dass die professionelle Darstellung der Risiken im Normalfall keinen negativen Einfluss auf den Platzierungserfolg hat. Solange die im Prospekt offengelegten Risiken nicht über das Mass hinausgehen, welches bei Gesellschaften der betreffenden Branche zu erwarten ist, schrecken die Risikohinweise Anleger und Analysten nicht ab; nur wenn die offengelegten Risiken über das branchenübliche Mass hinausgehen, haben die betreffenden Risikohinweise negative Auswirkungen auf Platzierungserfolg und Emissionspreis[335]. Enthält ein Prospekt dagegen ungenügende bzw. nur sehr allgemeine Risikohinweise, so kann bei den Anlegern der Verdacht eines unprofessionellen Auftritts aufkommen, was für den Emissionserfolg ungünstig ist. Daher spricht heute aus Sicht des Unternehmens letztlich alles für eine detaillierte Darstellung der Risiken, die den internationalen Standards und den entsprechenden Erwartungen der Anleger entspricht und die auch die Risiken für die Organe erheblich vermindert.

5.10.3 Die Gestaltung der Hinweise auf Risiken, Schwachstellen und Probleme

Im Rahmen des Prospektes wird im Normalfall in folgenden Bereichen auf Risiken, Schwachstellen und Probleme des Unternehmens hingewiesen:

5.10.4 Risikohinweise in der Darstellung der Geschäftstätigkeit

Im Rahmen der Darstellung der Geschäftstätigkeit dürfen nicht nur positive Aspekte gezeigt werden; der Prospekt muss bereits in diesem Teil auch auf Probleme, Schwachstellen und Risiken hinweisen. Das Vollständigkeitsgebot[336] würde verletzt werden, wenn der Prospekt bei der Darstellung der Geschäftstätigkeit nur auf positive Aspekte hinwei-

---

335 Unternehmen, deren Risiken deutlich über dem branchenüblichen Mass liegen, bewegen sich tatsächlich aber auch an der Grenze der Kapitalmarktfähigkeit, weshalb es diesen Unternehmen ohnehin schwer fällt, eine Emission durchzuführen bzw. der Emissionspreis den Risiken in genügender Weise Rechnung tragen muss.

336 Dazu Ziff. C.1.4 vorne.

sen und Probleme bzw. Risiken allein im Rahmen der Risikohinweise abhandeln würde. Wenn beispielsweise eine im Feinchemikalienbereich tätige Gesellschaft bei der Darstellung ihrer Geschäftstätigkeit auf die enge Beziehung zu grossen Kunden hinweist, denen chemische Substanzen für spezifische Pharmazeutika geliefert werden, so muss gleichzeitig auch die starke Abhängigkeit von diesen Kunden bzw. von den entsprechenden Medikamenten offengelegt werden. Wird dagegen beim Kotierungsprospekt eines Pharmaunternehmens auf die Forschung und ihre Erfolge hingewiesen, so müssen auch allfällige Misserfolge und das Problem, dass klinische Versuche allenfalls nicht zu den gewünschten Erfolgen führen, aufgezeigt werden.

5.10.5 Spezifische "Risk Section"

Neben dieser Darstellung von Risiken und Problemen im Rahmen der Beschreibung der Geschäftstätigkeit müssen aber auch noch in einer "Risk Section" des Prospektes die spezifischen Risiken, die mit dem Unternehmen und seinen Aktien verbunden sind, zusammenfassend dargestellt werden.

5.10.6 Die konkrete Ausgestaltung der "Risk Section"

Ziel der "Risk Section" muss es sein, das Risikoprofil der Gesellschaft so genau wie möglich abzubilden. Daher hängen die Risiken, die in der "Risk Section" darzustellen sind, stark von der konkreten Geschäftstätigkeit des Unternehmens und seiner individuellen Risikolage ab. Die folgende Darstellung der möglichen Risikofaktoren entspricht in etwa der allgemeinen Praxis in der Schweiz, kann aber für die konkrete Erarbeitung eines Prospektes nur Anregungen geben, auf deren Grundlage dann eine individuelle Darstellung der mit dem Unternehmen verbundenen spezifischen Risiken erarbeitet werden muss:

5.10.6.1 Risiken im Zusammenhang mit konjunkturellen und branchenspezifischen Zyklen

Je nach der geschäftlichen Ausrichtung der Gesellschaft und ihren Finanzierungsverhältnissen können konjunkturelle Zyklen die Gesellschaft stark negativ beeinflussen[337]. In einzelnen Branchen wie z.B. der Halbleiterindustrie, existieren aber auch industriespezifische Zyklen, die zum Teil nicht synchron mit der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung verlaufen, aber den Erfolg einer Gesellschaft massgebend beeinflussen und deshalb als spezielles Risiko erwähnt werden müssen.

5.10.6.2 Risiken im Zusammenhang mit spezifischen Transaktionen

Soweit parallel zur Publikumsemission Fusionen, Unternehmenskäufe, Abspaltungen oder ähnliche Transaktionen durchgeführt werden, ist auf die Risiken hinzuweisen, die sich beim Vollzug dieser Transaktionen bzw. bei der betrieblichen Integration ergeben können.

---

[337] Z.B. Chemieindustrie, Autoindustrie, Maschinenindustrie, etc.

5.10.6.3 Risiken bei Sanierung

Wird eine Kapitalerhöhung und die entsprechende Kotierung neuer Aktien im Rahmen einer Sanierung durchgeführt, so muss darauf hingewiesen werden, dass trotz der Erhöhung des Eigenkapitals ein Konkurs immer noch möglich ist, falls es nicht gelingt, das operative Geschäft und die Ergebnisse zu verbessern, oder falls andere Elemente des Sanierungsplans fehlschlagen. Überdies muss darauf hingewiesen werden, dass sich die mit der Kapitalerhöhung geplante Bilanzsanierung allenfalls als ungenügend erweisen kann und deshalb weitere Kapitalerhöhungen mit einer entsprechenden Verwässerung der Aktionäre notwendig werden können. Soweit die Sanierung zu sehr engmaschigen Verträgen mit den Fremdkapitalgebern geführt hat, müssen die entsprechenden Verpflichtungen dargestellt werden und die Risiken, die sich aus einer Verletzung von Financial Covenants und ähnlichen Verpflichtungen ergeben, speziell erwähnt werden.

5.10.6.4 Risiken, die sich aus der Finanzstruktur der Gesellschaft ergeben

Wenn ein Unternehmen einen hohen Fremdkapitalanteil aufweist oder für die beabsichtigte Entwicklung des Unternehmens die Aufnahme weiteren Fremdkapitals notwendig ist, so muss der Prospekt auf das Refinanzierungsrisiko hinweisen. Auch die Möglichkeit der Verletzung von Covenants unter bereits bestehenden Finanzierungsvereinbarungen stellt ein Risiko dar, das offengelegt werden muss. Dabei sollte noch auf die Kennzahlen[338], die für die betreffenden Covenants entscheidend sind, hingewiesen werden, damit sich die Anleger ein Bild darüber machen können, wie gross die Gefahr einer tatsächlichen Verletzung sein könnte.

Bei stark fremdfinanzierten Unternehmen[339] hat die Entwicklung der Zinsbelastung einen erheblichen Einfluss auf den Unternehmensgewinn. Je nach Laufzeit der Finanzierung kann ein Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus daher zu einer erheblichen Reduktion des Ertrages führen. Auf dieses Risiko muss bei Unternehmen, die stark fremdfinanziert sind, hingewiesen werden. Das Risiko sollte dabei aber nicht bloss abstrakt dargestellt werden, sondern aufgrund der Laufzeit, Struktur und der Höhe der Kredite konkret beschrieben und wenn möglich auch quantifiziert werden.

5.10.6.5 Risiken im Zusammenhang mit der Geschäftsstrategie

Der zukünftige Erfolg eines Unternehmens hängt häufig davon ab, ob bestimmte Geschäftsstrategien, wie z.B. der Abbau von Kosten, die Fokussierung auf Kernprodukte, die Eroberung neuer Wachstumsmärkte oder die Margensteigerung durch Konzentration auf höherwertige Produkte, tatsächlich umgesetzt werden können. In diesen Fällen ist auf die Probleme hinzuweisen, die sich ergeben können, falls diese Strategien aufgrund externer oder interner Faktoren nicht umgesetzt werden können.

---

338 Z.B. Nettoverschuldung: EBITDA oder Eigenkapital/Fremdkapital.

339 Dieses Problem zeigt sich vor allem auch bei Immobiliengesellschaften, da diese aufgrund ihres Business Models meist ein hohes Fremdkapital aufweisen und ein grosser Teil des Aufwands auf die Zinskosten entfällt.

5.10.6.6 Risiken im Zusammenhang mit Wachstumsstrategien

Viele Unternehmen, die in einem IPO oder in einer Kapitalerhöhung neues Eigenkapital aufnehmen, wollen damit eine Wachstumsstrategie finanzieren. Derartige Strategien sind mit Risiken verbunden, auf die der Prospekt hinweisen muss: Hauptrisiko ist letztlich, dass die Führungsorganisation, das Rechnungswesen und die IT-Systeme die Expansion nicht bewältigen können. Soweit mit der Emission neuer Aktien eine Akquisition finanziert werden soll, kann das Risiko aber auch in der mangelnden Integration der neuen Unternehmensteile liegen.

5.10.6.7 Risiken im Zusammenhang mit Konkurrenten

Je nach Wettbewerbsintensität einer Industrie und Position eines Unternehmens kann die Tätigkeit von Konkurrenten die Situation der Gesellschaft stark negativ beeinflussen[340], was als entsprechendes Risiko darzustellen ist. Dieses Risiko muss besonders bei kleinen Gesellschaften erwähnt werden, die vom Erfolg weniger Produkte abhängen und wenige Ressourcen haben, um bei entsprechenden Angriffen ihrer Konkurrenten Gegenmassnahmen einzuleiten.

5.10.6.8 Risiken aus internationaler Geschäftstätigkeit

Ist ein Unternehmen international tätig, so sieht es sich dem Problem ausgesetzt, dass es in unterschiedlichen Märkten mit unterschiedlichen rechtlichen und politischen Rahmenbedingungen tätig sein muss. Gerade für mittelgrosse Unternehmen kann die Einhaltung dieser unterschiedlichen Rahmenbedingungen zu einem hohen Aufwand und zu substantiellen Risiken führen.

5.10.6.9 Änderungen der gesetzlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen

Verschiedene Branchen sind sehr stark von gesetzlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen abhängig; eine Änderung dieser Rahmenbedingungen kann daher zu erheblichen Kostenerhöhungen führen oder sogar zu einer Änderung des Business Models zwingen. So kann beispielsweise eine Änderung der Rückerstattungsvorschriften der Krankenversicherungen für bestimmte Therapien und Medikamente die Rentabilität eines im Gesundheitssektor tätigen Unternehmens massiv beeinflussen. Das Gleiche gilt aber auch für Unternehmen, die in der Energieerzeugung tätig sind – bei diesen können Änderungen im regulatorischen Umfeld zu ganz erheblichen Ertragsschwankungen führen[341]. Bei gewissen Branchen kann vor allem aber auch eine Änderung der Umweltschutzvorschriften zu grossen Risiken oder Kosten führen. So kann beispielsweise bei einem Chemieunternehmen eine Verschärfung der Regeln über die Behandlung von Abfällen oder anderer umweltrechtlicher Auflagen zu einer starken Kostenerhöhung führen. Unternehmen, die in diesem Sinne von gesetzlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen abhängig sind, sollten deshalb nicht nur auf das allgemeine Risiko einer

---

340 Z.B. neue Konkurrenzprodukte, die qualitativ besser sind, etc.

341 Besonders anfällig sind Unternehmen, die Atomenergie erzeugen, da schärfere Auflagen die Produktion erheblich verteuern können. Probleme haben aber auch Unternehmen, die in der alternativen Energieerzeugung tätig sind, da deren Rentabilität von den Einspeisungsentschädigungen abhängt.

Änderung der betreffenden Rahmenbedingungen hinweisen, sondern die für das Geschäft relevanten Regulationsbereiche darstellen und auch spezifische Risiken erwähnen, wenn eine Änderung der regulatorischen Rahmenbedingungen in Aussicht steht.

5.10.6.10 Risiken betreffend Preisentwicklung und Verfügbarkeit von Rohmaterialien, Zwischenprodukten und Energieträgern

Soweit Rohmaterialen, Zwischenprodukte oder Energieträger bei einem Unternehmen einen wesentlichen Kostenfaktor darstellen, führen Preissteigerungen zu einer Reduktion der Gewinne, sofern sie diese Kostensteigerungen nicht an die Kunden weitergeben können. So hängen beispielsweise die Gewinne von Luftfahrtgesellschaften sehr stark von der Preisentwicklung von Kerosin bzw. Erdöl ab, während die Preisentwicklung von Elektrizität und Bauxit die Gewinnsituation eines Aluminiumproduzenten in erheblicher Weise beeinflussen kann. Besteht bei einem Unternehmen eine derartige Abhängigkeit, muss auf die Risiken hingewiesen werden, die mit derartigen Preissteigerungen verbunden sind. Diese Klausel sollte sich aber nicht in einem Hinweis auf das allgemeine Preisveränderungsrisiko bei Rohstoffen beschränken, sondern, wenn immer möglich, die spezifischen Rohstoffe aufführen, die für das Unternehmen wesentlich sind[342], sodass die Anleger wissen, welche Preisänderungen tatsächlich zu einem Gewinnrückgang führen können.

Sofern ein Unternehmen bei Zwischenprodukten von einem bestimmten Hersteller abhängig ist, wie z.B. für die Lieferung bestimmter Halbleiter, die nur von einem oder zwei Produzenten hergestellt werden, so muss nicht nur auf das Preisrisiko hingewiesen werden, sondern auf das Risiko, das die betreffenden Produkte gar nicht mehr zur Verfügung stehen, wenn die betreffenden Hersteller ihre Produktion einstellen sollten.

5.10.6.11 Risiken in Bezug auf die Kunden

Sofern ein Unternehmen von nur wenigen Kunden abhängig ist, die den Hauptteil seiner Produkte abnehmen, muss der Prospekt auf die Risiken, die sich aus diesem Umstand ergeben, hinweisen. Einerseits sinken Umsatz und Ertrag erheblich, wenn diese Kunden ihre Bestellungen einstellen, andererseits haben diese Kunden aber auch eine starke Position in der Verhandlung von Konditionen und Preisen, was für die Marge des Unternehmens negativ sein kann. Im Zusammenhang mit Kunden muss auch auf das Risiko von Debitorenverlusten hingewiesen werden, sofern diese nicht durch ein besonderes Geschäftsmodell[343] ausgeschlossen sind.

5.10.6.12 Risiken bezüglich Kundenpräferenzen und Modeströmungen

Bei Konsumartikeln, die Modeströmungen unterliegen, kann ein wesentliches Risiko darin bestehen, dass sich Geschmack und Konsumgewohnheiten des Publikums ändern und dass das Unternehmen keine Nachfolgeprodukte hat, die der veränderten Nachfrage Rechnung tragen.

---

342 Z.B. Stahlpreise bei Maschinenherstellern.

343 Z.B. Barverkäufe in Fastfood Restaurants etc.

5.10.6.13 Risiken in Bezug auf Wechselkursentwicklungen

Sobald ein Unternehmen Aktiven ausserhalb der Schweiz hält, im Ausland Güter oder Dienstleistungen erstellt, Güter bzw. Dienstleistungen importiert oder exportiert, ist es Wechselkursrisiken ausgesetzt. Wechselkursveränderungen haben oft einen direkten Einfluss auf das Ergebnis, da Einkünfte und Aufwand in Fremdwährungen anfallen und entsprechend umgerechnet werden müssen[344]. Zum Teil beeinflussen diese aber auch das Eigenkapital, weil ausländische Beteiligungen oder Aktiven am Jahresende in Schweizer Franken übertragen werden müssen[345].

Exportiert ein Unternehmen seine Produkte, so können Währungsverschiebungen aber auch dazu führen, dass seine Produkte weniger konkurrenzfähig sind als Produkte aus Ländern, deren Währung zurückgegangen sind, was zu tieferen Umsätzen und Erträgen führen kann.

Die mit Währungen zusammenhängenden Risiken müssen nach Kategorie des Risikos (Transaktionsrisiko, Translationsrisiko und Schwächung der Wettbewerbsposition) in einem Risikohinweis differenziert dargestellt werden, wobei auch die Währungen angegeben werden sollten, die einen direkten Einfluss auf das Ergebnis, das Eigenkapital und die Wettbewerbsposition des Unternehmens haben.

5.10.6.14 Risiken in Bezug auf die Produktion

Bei Unternehmen, die Güter produzieren, besteht immer die Gefahr, dass Konstruktions- oder Produktionsfehler zur Auslieferung defekter Produkte führen. Derartige Probleme können weitreichende Folgen haben. Einerseits können sie zu Gewährleistungs- und Produktehaftpflichtansprüche sowie zu Rückrufaktionen führen. Anderseits können sie sich aber auch auf die Reputation des Unternehmens und auf seine Kundenbeziehungen negativ auswirken. Diese Risiken, die von der Komplexität der Produkte und auch von ihrer Anwendung abhängen, müssen unter Bezugnahme auf diese Faktoren konkret dargestellt werden.

5.10.6.15 Risiken in Bezug auf die Bewertung von Aktiven

Wenn ein Unternehmen aufgrund eines Unternehmenskaufs in seiner Bilanz einen hohen Goodwill oder hohe Werte für Immaterialgüterrechte ausweist, so besteht latent das Risiko einer Abschreibung, wenn es zu einem Impairment kommt, weil das gekaufte Unternehmen weniger ertragsreich ist als beim Kauf angenommen. Ein Unternehmen, das derartige Werte in seiner Bilanz aufweist, muss daher auf dieses Risiko hinweisen, wobei es auch die Höhe des betreffenden Goodwills bzw. der Immaterialgüterrechte offenlegen muss. Ein ähnliches Risiko kann auch bei hohen Lagerbeständen an Rohstoffen und Zwischenprodukten existieren. Preisveränderungen und Umsatzeinbrüche können auch hier zu einem hohen Abschreibungsbedarf führen.

---

344 Transaktionsrisiko.

345 Translationsrisiko.

5.10.6.16 Risiken in Bezug auf Management und Personal

Der Erfolg der Gesellschaft hängt zu einem grossen Teil davon ab, ob geeignete Manager und fähiges Personal rekrutiert und gehalten werden können; während dieses allgemeine Risiko fast bei allen Gesellschaften existiert und dementsprechend ein allgemeiner Hinweis genügt, muss bei Gesellschaften, deren Erfolg von der Tätigkeit einzelner Personen, wie z.B. von bestimmten Softwareentwicklern oder Modedesignern, abhängt, spezifisch auf die entsprechende Abhängigkeit hingewiesen werden.

5.10.6.17 Risiken bezüglich Technologie und Innovation

Sofern die zukünftigen Gewinne einer Gesellschaft darauf basieren, dass sie eine bestimmte Technologie im Markt umsetzt[346], muss der Prospekt auf das Risiko hinweisen, dass es allenfalls nicht gelingt, die betreffende Technologie zur Marktreife zu entwickeln und dass sich die entsprechenden Produkte allenfalls im Markt auch nicht durchsetzen. Dass diese Risiken tatsächlich existieren, hat sich bei verschiedenen Biotechnologie- und Pharmafirmen gezeigt, die vor Abschluss der Produkteentwicklung bereits eine Publikumsemission durchgeführt haben.

Soweit eine Gesellschaft von Patenten abhängt, muss auf das Ablaufdatum und die entsprechenden wirtschaftlichen Folgen für die Gesellschaft hingewiesen werden[347]. Ein Risikohinweis ist aber auch notwendig, wenn Patente von Konkurrenten angegriffen werden und daher das Risiko besteht, dass die betreffenden Patente vor ihrem Ablauf dahinfallen.

Soweit eine Industrie sehr stark von der technologischen Entwicklung abhängt[348] und deshalb die Möglichkeit besteht, dass Neuentwicklungen eines Konkurrenten zu technologischen Quantensprüngen führen, die das Unternehmen selbst nicht nachvollziehen kann, so muss auf diese Risiken ausdrücklich hingewiesen werden. Diesem Risiko sind vor allem kleinere Unternehmen ausgesetzt, da grössere Konkurrenten entsprechend grössere Ressourcen haben, um Forschung und Entwicklung auf breiter Front voranzutreiben und dementsprechend auch überraschende Fortschritte eines Wettbewerbers wieder aufholen können – kleine Unternehmen dagegen spezialisieren sich in der Forschung häufig auf einzelne Entwicklungsprojekte und können daher kaum Gegenmassnahmen einsetzen, wenn sie in diesen spezifischen Bereichen überholt werden.

Fast jedes Unternehmen ist heute dem konstanten Innovationszwang ausgesetzt, sodass es seinen Marktanteil nur halten kann, wenn es seine Produkte ständig weiter entwickelt. Im Allgemeinen muss sowohl bei Konsumgüterherstellern wie auch bei Herstellern, die im Technologiesektor tätig sind, auf das Risiko hingewiesen werden, dass Umsatz und

---

346 In dieser Situation befinden sich z.B. Biotechnologie- oder auch Softwareunternehmen, die noch in der Entwicklungsphase stecken und deren Produkte sich noch nicht im Markt durchgesetzt haben.

347 Vgl. die Situation in der Pharmaindustrie, wo bei Patentablauf die Preise normalerweise sehr stark zurückgehen. Insbesondere Halbleiterindustrie, EDV, Software etc.

Ertrag des Unternehmens zurückgehen, wenn das Unternehmen keine neuen Produkte entwickeln kann.

5.10.6.18 Risiken in Bezug auf Prozesse und ähnliche Verfahren

Falls Prozesse oder andere Verfahren hängig oder angedroht sind, welche die Vermögens- oder Ertragslage der Gesellschaft wesentlich beeinflussen können, muss im Rahmen der Risikohinweise auf diese Probleme hingewiesen werden. Die betreffenden Angaben sollen möglichst spezifisch sein und die erkennbaren Risiken quantifizieren. Problematisch an derartigen Hinweisen ist allerdings, dass die Drittparteien, welche die entsprechenden Ansprüche gegen die Gesellschaft stellen, durch die Darlegung der Risiken und ihre Quantifizierung einen Hinweis darauf erhalten, wie das Unternehmen diese Ansprüche einschätzt. Gerade bei einer vorsichtigen Einschätzung der Ansprüche, wie sie im Rahmen der Prospekterstellung geboten ist, kann die Quantifizierung des Risikos eine Erwartungshaltung schüren, die Vergleichsgespräche äusserst schwierig macht und auch die Fortführung der betreffenden Verfahren erheblich erschweren kann. Im Rahmen einer vernünftigen Interessenabwägung zwischen den Interessen des Unternehmens und der Anleger genügt es meines Erachtens in einer derartigen Situation, auf das konkrete Risiko hinzuweisen und festzustellen, dass nach heutiger Ansicht die Rückstellungen der Gesellschaft für die entsprechenden Prozessrisiken der Gesellschaft gesamthaft ausreichend sind, sodass das Risiko nicht ausdrücklich quantifiziert werden muss[349].

5.10.6.19 Compliance Risiken

Auch wenn die meisten grösseren Unternehmen heute Compliance Programme haben, um sicher zu stellen, dass die anwendbaren Vorschriften eingehalten werden, kann es dennoch passieren, dass einzelne Vertreter des Unternehmens gegen Rechtsvorschriften verstossen. Daher sollte gerade bei Unternehmen, die in stark regulierten Bereichen sind, auf Compliance Risiken hingewiesen werden. Soweit entsprechende regulatorische Verfahren bereits hängig sind, müssen diese offengelegt werden.

5.10.6.20 Risiken in Bezug auf öffentliche Abgaben und Zölle

Soweit Steuerverfahren hängig oder angedroht sind, gilt das Gleiche wie bei Prozessverfahren; die Risiken sind darzulegen und zu quantifizieren bzw. mit der Feststellung zu verbinden, dass die Rückstellungen die heute erkennbaren Risiken decken. Ein Risikohinweis ist aber auch angebracht, wenn sich ein Unternehmen durch seine Tätigkeit speziellen Steuerrisiken aussetzt. Bei einem international tätigen Unternehmen, das konzerninterne Lieferungen und Dienstleistungen macht, besteht z.B. immer das Risiko, dass die Steuerbehörden die Verrechnungspreise in Zweifel ziehen und Nach- sowie Strafsteuern veranlagen.

---

[349] Dies setzt allerdings voraus, dass die Rückstellungen tatsächlich kritisch überprüft und der Risikosituation angepasst worden sind.

Problematisch wird der Risikohinweis dann, wenn noch keine Steuerverfahren hängig sind, die Struktur des Unternehmens bzw. die Verrechnungswege aber konkrete steuerliche Risiken beinhalten. Zu einer derartigen Situation kann es kommen, wenn ein international tätiges Unternehmen seine Steuerbelastung durch entsprechend strukturierte Verrechnungspreise oder eine Prinzipalstruktur bewusst optimiert, ohne dass die Verrechnungspreise bzw. die Prinzipalstruktur durch Vereinbarungen mit den zuständigen Steuerbehörden abgesichert sind. Einerseits ist es in diesen Fällen äusserst heikel, auf das Problem hinzuweisen oder es sogar noch zu quantifizieren, da dies unweigerlich zu einer Intervention der Steuerbehörden führen wird. Andererseits genügt aber ein abstrakter Risikohinweis, der sich auf Rückstellungen bezieht, im Allgemeinen nicht, um die Anleger in genügender Weise zu informieren, da für derartige Risiken kaum je Rückstellungen gebildet werden. Primär muss daher bei der Vorbereitung des Unternehmens auf die Publikumsemission versucht werden, die Risiken einzugrenzen, indem die betreffenden Strukturen und Verrechnungspreise durch Vereinbarungen mit den Steuerbehörden abgesichert werden. Wenn dies nicht möglich ist und diese Risiken tatsächlich ein erhebliches quantitatives Problem darstellen, muss das Risiko entweder trotz aller Bedenken detailliert offengelegt werden oder, falls eine derartige Offenlegung zu riskant ist, da das entsprechende Steuerproblem von existentieller Bedeutung ist, auf eine Emission verzichtet werden.

5.10.6.21 Risiken in Bezug auf Immaterialgüterrechte

Immaterialgüterrechte sind für Umsatz und Ertrag von vielen Unternehmen wesentlich, da sie dem Unternehmen eine gewisse Exklusivität geben können oder mindestens eine erhöhte Marge ermöglichen. Vor allem bei Pharma- und Technologieunternehmen können Umsätze und Erträge in erheblichem Masse von Patenten abhängen. Bei Konsumgüterunternehmen kann dagegen die Marge durch den exklusiven Gebrauch einer bestimmten Marke erhöht werden. Diese Unternehmen sind einerseits dem Risiko ausgesetzt, dass Dritte diese Patente, Marken oder andere wesentliche Immaterialgüterrechte anfechten können und dass damit die Umsätze und Erträge gefährden werden. Anderseits besteht aber auch das Risiko, dass Umsätze und Erträge bei Ablauf der Patente stark zurückgehen[350]. Während normalerweise ein allgemeiner Hinweis auf diese Problematik genügt, sollten Unternehmen, bei denen für Umsatz und Ertrag wesentliche Produkte auf einzelnen Patenten beruhen, das Datum des Patentablaufs und die davon betroffenen Produkte sowie die entsprechenden Umsätze und Erträge angeben.

Risiken im Zusammenhang mit Immaterialgüterrechten können sich aber auch dadurch ergeben, dass die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft Rechte Dritter verletzt. Unternehmen, die in Bereichen tätig sind, in denen Immaterialgüterrechte eine erhebliche Rolle spielen, sollten daher immer auf das Problem der Verletzung von Patenten, Marken und Urheberrechten Dritter hinweisen. Sollte bereits ein konkreter Fall einer Verletzung vor-

[350] Dieser Effekt zeigt sich besonders bei der Pharmaindustrie, wo beim Ablauf eines Patents die Preise wegen der Konkurrenz durch Generika Hersteller massiv zurückgehen.

liegen, müsste dieser einschliesslich seiner möglichen Konsequenzen offengelegt werden.

5.10.6.22 Risiken im Zusammenhang mit der Altersvorsorge

Probleme und zukünftige Kostenbelastungen, die sich aus einer Unterdeckung der Pensionskassen ergeben, müssen bereits in der Darstellung des Geschäftes bzw. der finanziellen Verhältnisse offengelegt werden. In der Risk Section ist aber vor allem auch auf das Risiko hinzuweisen, dass sich bei ungenügender Performance der Anlagen in der Zukunft höhere Pensionskosten ergeben. Falls die konkrete Gestaltung der Pensionskasse[351] für die Zukunft ein Kostensteigerungspotenzial ergibt, das in der Bilanzberichterstattung nicht genügend abgebildet werden kann, so muss auch auf das entsprechende Risiko hingewiesen werden.

5.10.6.23 Risiken bezüglich Streiks und ähnlicher Unterbrüche der Geschäftstätigkeit

Praktisch alle Unternehmen sind dem Risiko von Streiks ausgesetzt, weshalb auf das Risiko derartiger Arbeitsunterbrüche in abstrakter Form hingewiesen werden muss. Sofern eine Gesellschaft in der Vergangenheit tatsächlich Streiks ausgesetzt war, so muss auf diese Arbeitsunterbrüche und das Risiko einer Wiederholung hingewiesen werden.

5.10.6.24 Risiken bezüglich Reputation

Der Erfolg von Konsumgüterherstellern und Dienstleistern hängt zu einem grossen Teil von der Reputation des betreffenden Unternehmens ab. Bei diesen Unternehmen besteht daher das Risiko, da sie ihre Position aufgrund interner oder externer Probleme verlieren, was zu einem entsprechenden Umsatz- und Ertragsrückgang führen[352].

5.10.6.25 Risiken im Zusammenhang mit der Emission

Praktisch alle Prospekte weisen auch noch auf die allgemeinen, mit einer Aktienemission verbundenen Risiken hin. Bei kritischer Betrachtung wären einige dieser Hinweise allerdings nicht notwendig, da sie allgemein bekannte Risiken betreffen, die mit dem Unternehmen selbst nichts zu tun haben. Notwendig sind aber in jedem Fall Hinweise, auf die mit der Emission konkret verbundenen Risiken, wie sie sich z.B. aus dem späteren Ablauf einer Lock-up Vereinbarung oder dem hohen Aktienanteil eines Grossaktionärs ergeben können.
Im Allgemeinen wird auf folgende Risiken hingewiesen, die mit der Emission verbunden sind:

- *Kein Aktienhandel vor dem IPO*
  Der Umstand, dass bei einer Gesellschaft, die einen IPO durchführt, vor der Kotierung kein Handel stattfand, führt dazu, dass kein entsprechender Massstab für die Preisentwicklung nach der Emission besteht, sodass der Kurs nach dem IPO sehr

---

351 Insbesondere Leistungsprimat oder dynamische Anpassung der Altersrenten.

352 Vgl. die Probleme gewisser Privatbanken in der Kundenakquisition nach regulatorischen Verfahren.

stark vom Emissionspreis abweichen kann[353]. Soweit die betreffenden Beteiligungspapiere vor der Kotierung ausserbörslich gehandelt wurden, so muss dagegen darauf hingewiesen werden, dass die Kurse nach Kotierung allenfalls von den ausserbörslich erzielten Kursen abweichen können, da der ausserbörsliche Handel illiquid und wenig transparent ist.

- *Volatilität der Kurse nach der Kotierung*
  Meistens wird darauf hingewiesen, dass die Kurse nach der Kotierung volatil sein können, weil viele unterschiedliche Faktoren die Preise beeinflussen und dementsprechend zu Kursschwankungen führen können. Als Faktoren können z.B. die finanziellen Resultate der Gesellschaft, die Markterwartungen oder die allgemeine Entwicklung der Börse[354] aufgeführt werden.

- *Beschränkter Einfluss der Publikumsaktionäre*
  Wenn bei einem IPO ein grosser Teil der Aktien bei den ursprünglichen Inhabern verbleiben und diese zur Beherrschung der Gesellschaft eine Gruppe bilden, muss darauf hingewiesen werden, dass die Publikumsaktionäre nur einen beschränkten Einfluss auf die Gesellschaft haben und dass die Mehrheitsaktionäre allenfalls eigene Ziele verfolgen, die nicht mit den Zielen der Publikumsaktionäre übereinstimmen.

- *Verkauf von grösseren Aktienpaketen durch Hauptaktionäre*
  Wenn die bisherigen Aktionäre zwar einen grossen Teil ihrer Aktien nach der Kotierung behalten, diese aber nach Ablauf der üblichen Lock-up Periode[355] ihre Aktien verkaufen können, so besteht das Risiko, dass der Börsenkurs aufgrund derartiger Verkäufe sinkt bzw. bereits sinkt, wenn den Marktteilnehmern bewusst wird, dass es zu derartigen Verkäufen kommen kann. Dabei genügt es nicht nur, auf das abstrakte Risiko hinzuweisen. Der Prospekt muss vielmehr auf den Umfang und den zeitlichen Ablauf der Lock-up Verpflichtung hinweisen.

- *Währungsrisiko für ausländische Anleger*
  Für alle Anleger ausserhalb der Schweiz besteht das Risiko, dass ein Rückgang des Schweizer Frankens für sie zu einem Verlust führen kann, selbst wenn sich der Börsenkurs nicht ändert oder sogar leicht steigt. Auch dies ist wiederum ein Risiko, das eigentlich allen Anlegern bekannt sein müsste und nicht unternehmensspezifisch ist.

---

353 Die Ergebnisse eines Bookbuilding Verfahrens geben zwar eine gewisse Indikation für die Kursentwicklung nach der Emission. Die Ergebnisse des Bookbuilding Verfahrens können aber immer noch erheblich von den später tatsächlich erzielten Kursen abweichen.

354 Dieser Risikohinweis, der sich fast bei allen Prospekten findet, ist bei kritischer Betrachtung eigentlich nicht notwendig, da es sich um allgemein bekannte Risiken handelt, die mit jeder Aktie verbunden sind.

355 Dazu im Einzelnen Ziff. F.5.2.

- *Vernachlässigung durch Analysten*
  Gerade bei den Aktien kleinerer Unternehmen besteht das Risiko, dass Analysten nach der Emission das Interesse an den betreffenden Titeln verlieren und die Aktie nicht mehr verfolgen, was zu tieferem Handelsvolumen und auch zu einem Kursrückgang führen kann.

- *Verwässerungsrisiko*
  Zukünftige Emissionen können zu einer Verwässerung der Aktionäre führen, wenn das Bezugsrecht nicht gewährt wird. Sofern eine Gesellschaft über genehmigtes oder bedingtes Kapital verfügt, kann dieses Risiko auch quantifiziert werden. Wird in den entsprechenden Bestimmungen bereits vorgesehen, dass die neuen Aktien ohne Bezugsrecht der Aktionäre ausgegeben werden können, so ist auf dieses Problem spezifisch hinzuweisen, da die Bezugsrechte die Aktionäre in wirtschaftlicher Sicht für die Verwässerung kompensieren würden.

5.11 Die für den Kotierungsprospekt verantwortlichen Personen (Ziff. 4 Schema A)

Der Kotierungsprospekt muss die Namen der Personen aufführen, die für den Inhalt des Kotierungsprospektes die Verantwortung übernehmen, und auch die Erklärung enthalten, dass ihres Wissens die im Prospekt gemachten Angaben der Wahrheit entsprechen und keine wesentlichen Informationen ausgelassen worden sind. Normalerweise werden im Prospekt Geschäftsleitung und Verwaltungsrat der Gesellschaft als verantwortliche Personen bezeichnet. Der Umstand, dass Personen, die als Berater oder in ähnlicher Funktion massgeblich an der Erstellung des Prospektes mitgewirkt haben, nicht im Prospekt als verantwortliche Person bezeichnet werden, ändert allerdings nichts daran, dass diese nach Art. 752 OR haftbar werden können, wenn die entsprechenden Haftungsvoraussetzungen erfüllt sind[356]. Immerhin können die betreffenden Organe eine Haftung aber abwehren, wenn sie nachweisen können, dass sie geeignete Dritte mit der Erstellung des Prospektes beauftragt und dass diese im Rahmen einer Due Diligence die im Prospekt dargestellten Sachverhalte überprüft haben.

6. Zusätzliche Angaben bei Investmentgesellschaften

Der Kotierungsprospekt von Investmentgesellschaften richtet sich nach Schema B zum Kotierungsreglement. Grundsätzlich sieht dieses die gleichen Angaben vor wie Schema A für die im Main Standard und im Domestic Standard kotierten Aktien. Entsprechend der speziellen Ausrichtung der Investmentgesellschaften auf die kollektive Vermögensanlage sieht Schema B allerdings zusätzliche Angaben vor, die sich im Wesentlichen auf die Anlagepolitik dieser Gesellschaften und deren Umsetzung beziehen. In diesem Sinne sind folgende Punkte zusätzlich in den Prospekt aufzunehmen:

356 Vgl. dazu Ziff. C.4.1 hinten.

6.1 Gesellschaftszweck (Ziff. 2.1.4 Schema B)

Im Gegensatz zu anderen Gesellschaften muss der Zweckartikel der Statuten im Prospekt abgedruckt werden, da gemäss Art. 67 KR die Grundsätze der Anlagepolitik im Zweckartikel der Statuten niedergelegt werden müssen.

6.2 Detaillierte Darstellung von Anlageprofil und Anlagepolitik (Ziff. 2.1.7 und 2.8 Schema B)

Die Elemente, welche die Anlagepolitik definieren, wie insbesondere Anlageziele, Anlageobjekte, zulässige Instrumente und Anlagetechniken, Diversifikation bzw. Verzicht auf Diversifikation, müssen im Prospekt detailliert dargestellt werden. Soweit der Prospekt Performance-Berechnungen enthält, die den Erfolg der Anlagepolitik belegen sollen, müssen die Kriterien, auf denen diese Berechnungen beruhen, im Einzelnen dargelegt werden. Dabei ist auch festzuhalten, dass eine positive Performance in der Vergangenheit keine Garantie für eine positive Wertentwicklung in der Zukunft darstellt.

Besonders kritisch ist die Darstellung von Pro Forma-Berechnungen, die aufgrund von Vergangenheitszahlen zeigen, dass die angewandte Anlagepolitik in der Vergangenheit zu hohen Erträgen geführt hätte. Derartige Darstellungen sind für die Zukunft aber meistens nicht aussagefähig. Die positiven Aussagen stimmen häufig nur deshalb, weil die Anlagestrategie gerade aufgrund dieser Vergangenheitsdaten entwickelt worden ist und diese Daten daher notgedrungen den Erfolg der betreffenden Anlagestrategie "beweisen". Der Prospekt muss daher ausdrücklich auf die beschränkte Aussagekraft derartiger Pro Forma-Berechnungen hinweisen.

6.3 Kompetenz zur Abänderung der Anlagepolitik (Ziff. 2.8.8 Schema B)

Der Anleger muss im Prospekt darüber informiert werden, inwieweit der Verwaltungsrat die im Prospekt dargestellte Anlagepolitik im Rahmen der statutarischen Zweckbestimmung ändern kann[357].

6.4 Tatsächliche Verwaltung des Vermögens (Ziff. 2.2.8 Schema B)

Im Prospekt muss dargelegt werden, welche Personen das Vermögen verwalten, wobei auch deren berufliche Qualifikation darzustellen ist. Zusätzlich müssen auch die Dauer des entsprechenden Verwaltungsmandates, die wesentlichen Vertragsbedingungen und die geschuldete Entschädigung offengelegt werden. Dies ermöglicht dem Anleger vor allem auch den Vergleich mit den Kosten anderer kollektiver Anlageformen.

6.5 Liquidität der Anlagen (Ziff. 2.4.1 Schema B)

Der Prospekt muss darstellen, ob und wie die Anlagen der Gesellschaft auch wieder verkauft werden können. Der Prospekt muss insbesondere auf Probleme hinweisen, die beim Verkauf der Anlagen entstehen können. Derartige Probleme ergeben sich vor allem dann, wenn Investmentgesellschaften nicht in kotierte Wertpapiere anlegen, sondern

---

[357] Vgl. dazu auch Ziff. B.2.1.3.3 vorne.

Private Equity Investments vornehmen, Anteile von Hedge Funds erwerben oder grössere Beteiligungen an Unternehmen halten, da derartige Anlagen nie schnell verkauft werden können und ein Verkauf häufig nur mit einer entsprechenden Werteinbusse möglich ist. Aus diesen Gründen muss auch darauf hingewiesen werden, dass der Net Asset Value bei einem schnellen Verkauf der Anlagen unterschritten wird.

6.6 Bewertungsmethoden (Ziff. 2.4.3 Schema B)

Dr Prospekt muss die Bewertungsmethoden offenlegen, welche die Gesellschaft zur Bewertung ihres Vermögens bzw. zur Berechnung des von ihr veröffentlichten Net Asset Value verwendet. Soweit eine Gesellschaft in kotierte Wertpapiere investiert, ergibt sich die Bewertung normalerweise aus den Kursen dieser Anlagen, was im Prospekt relativ einfach dargestellt werden kann. Wenn eine Investmentgesellschaft in Anlagen investiert, die keine laufenden Kursnotierungen aufweisen, muss sie diese für die Berechnung des Net Asset Value in Ermangelung von Marktwerten selbst bewerten oder durch Dritte bewerten lassen.

Je nachdem, welche dieser Alternativen eine Gesellschaft wählt, muss sie im Prospekt entweder festhalten, dass die Bewertung der Aktien allein in der Verantwortung des Verwaltungsrats oder eines anderen Organs liegt, oder die mit der Bewertung beauftragten Dritten offenlegen. Damit die Anleger die Berechnung des inneren Wertes der Investmentgesellschaft verstehen können, müssen aber in jedem Fall die Bewertungsmethoden, die für die Bewertung derartiger Anlagen angewendet werden, im Einzelnen dargestellt werden[358].

SSofern eine Gesellschaft Anlagen hält, die keinen Marktwert aufweisen, sondern wie oben beschrieben von der Gesellschaft selbst oder von Dritten bewertet werden, muss der Prospekt in jedem Fall festhalten, dass die Bewertung dieser Anlagen nie einen "echten" Marktpreis reflektiert, zu dem die betreffenden Anlagen auch tatsächlich verkauft werden könnten, sondern nur eine theoretische Annäherung an den Verkehrswert darstellt. Dieser Risikohinweis ist nötig, damit die Anleger die Bedeutung des von der Gesellschaft veröffentlichten Net Asset Value richtig einschätzen können.

6.7 Offenlegung potentieller Interessenkonflikte zwischen Verwaltungsrat, Geschäftsleitung, Vermögensverwalter und der Gesellschaft bzw. den Aktionären (Ziff. 2.2.4 Schema B)

Interessenkonflikte, die sich daraus ergeben, dass Verwaltungsratsmitglieder oder Vermögensverwalter parallel ähnliche Investments wie die Gesellschaft vornehmen, oder bei den Gesellschaften tätig sind, in welche die Investmentgesellschaft investiert, müssen offengelegt werden. Aufgrund dieser Information sollen die Anleger die Risiken abschätzen können, die sich für die Gesellschaft im Zusammenhang mit derartigen Interessenkonflikten ergeben können.

---

358 Vgl. zum Beispiel EVCA Regeln über die Bewertung von Venture Capital Anlagen etc.

6.8 Risikohinweise (Ziff. 1 Schema B)

Gemäss Ziff. 1 Schema B muss der Prospekt auf die spezifischen Risiken bei Investmentgesellschaften hinweisen. In diesem Sinne sind die Risiken darzulegen, die mit den konkreten Anlagen der Investmentgesellschaft verbunden sind, aber auch Risiken, die sich aus bestimmten Anlagetechniken, wie z.B. Leerverkäufen, dem Verzicht auf Diversifikation oder Anlagen in illiquiden Werten, ergeben können. Bei der Investition in illiquide Anlagen muss vor allem aber auch auf das Risiko hingewiesen werden, dass die Aktiven nicht schnell realisiert werden können und dass die Preise, zu denen Aktiven verkauft werden, allenfalls erheblich unter den Schätzwerten liegen, die für die Berechnung des Net Asset Value verwendet werden. Daher muss bei Gesellschaften, die derartige Anlagen machen, auf die beschränkte Aussagekraft des periodisch publizierten Net Asset Value hingewiesen werden[359].

Unabhängig von der Realisierbarkeit der Aktiven muss aber bei allen Investmentgesellschaften darauf hingewiesen werden, dass der von der Gesellschaft periodisch berechnete Net Asset Value nur eine Indikation für die Kursentwicklung sein kann bzw. das Risiko besteht, dass der Kurs der Aktien unter diesem Net Asset Value liegt[360].

Besondere Risikohinweise sind notwendig, wenn bei Investmentgesellschaften im Prospekt auf die bisherige Performance der betreffenden Anlagekategorien und frühere Erfolge der mit der Vermögensverwaltung betrauten Personen hingewiesen wird. Bei derartigen Darstellungen ist einerseits genau darzulegen, auf welcher statistischen Grundlage sie basieren und ob es sich um tatsächliche Erfolge oder um Musterportefeuilles handelt, die nach einer theoretischen Methode nachträglich berechnet worden sind. Anderseits muss aber auch in der Risk Section auf das Risiko hingewiesen werden, dass Erfolge in der Vergangenheit keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft darstellen.

7. Zusätzliche Angaben bei Immobiliengesellschaften

Die Angaben, die im Prospekt für die Kotierung der Beteiligungspapiere einer Immobilien gemacht werden müssen, ergeben sich aus Schema C zum Kotierungsreglement. Schema C stimmt über weite Bereiche mit Schema A überein. Da Immobiliengesellschaften aber keine operative Geschäftstätigkeit ausüben, sondern der Wert der Aktien und die Aussichten der Gesellschaft zum überwiegenden Teil durch ihr Immobilienportefeuille bestimmt werden, schreibt Schema C verschiedene Angaben vor, die sich auf den Immobilienbesitz der Gesellschaft beziehen.

---

359 In der Praxis zeigen sich die Probleme illiquider Anlagen vor allem darin, dass sich die Kurse von Investmentgesellschaften, die in Private Equity oder Hedge Funds investieren, sehr oft weit unter dem Net Asset Value bewegen, da die Anleger berechtigte Zweifel an der Realisierbarkeit der angegebenen Werte haben.

360 Vgl. die Ausführung der Zulassungsstelle der SWX im Entscheid vom 23. Januar 2007 (ZUL-AHP IV/6), E. 22; tatsächlich weisen heute die meisten Investmentgesellschaften einen Kurs auf, der unter dem Net Asset Value liegt.

In diesem Sinne sieht Schema C insbesondere gegenüber Schema A folgende zusätzliche Informationen vor:

7.1 Gesellschaftszweck (Ziff. 2.1.4 Schema C)

Der statutarische Zweck der Gesellschaft, in dem die Grundlagen der Anlagepolitik definiert werden, muss im Prospekt wiedergegeben werden.

7.2 Detaillierte Darstellung der Anlagepolitik (Ziff. 2.4 Schema C)

Im Rahmen der Anlagepolitik müssen insbesondere folgende Punkte dargestellt werden:

- *Ausrichtung der Geschäftstätigkeit*
  Der Prospekt muss die Anleger darüber informieren, ob das Unternehmen sich rein auf das Halten von Bestandesimmobilien beschränkt oder ob es auch Immobilien selbst entwickelt, mit Immobilien handelt und ob es auch noch zusätzliche Dienstleistungen für Dritte, wie z.B. Generalunternehmertätigkeit oder Immobilienverwaltung, erbringt.

- *Immobilienanlagen*
  Die Anlagestrategie muss im Detail dargestellt werden. Der Prospekt muss insbesondere erklären, auf welche Art von Immobilien sich die Gesellschaft spezialisiert und welche geographischen Gebiete berücksichtigt werden. Falls die Gesellschaft in verschiedene Kategorien von Immobilien[361] oder in verschiedene geographische Gebiete investieren will, muss sie angeben, welche prozentuale Verteilung ihrer Anlagen sie auf diesen Kategorien bzw. Gebieten anstrebt.

- *Finanzierung*
  Für den Anleger ist wesentlich, dass die Art der Finanzierung, d.h. das angestrebte Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital dargestellt wird, da der Leverage für Rendite und Risiko entscheidend ist.

- *Finanzielle Ziele der Gesellschaft*
  Der Prospekt muss die Anleger darüber informieren, welche finanziellen Ziele die Gesellschaft bei ihren Anlagen anstrebt, d.h. ob sie Kapitalgewinne im Handel mit Immobilien, Promotionsgewinne aus der Entwicklung von Liegenschaften oder aber laufende Renditen aus Bestandesimmobilien erzielen will.

- *Grundsätze der Risikodiversifikation*
  Die Gesellschaft muss im Prospekt angeben, ob sie Risiken durch die geographische und objektmässige Diversifikation ihrer Investments reduzieren will oder ob

[361] Wohnliegenschaften, Büroimmobilien, Einkaufszentren etc.

sie sich bewusst auf bestimmte Investments bzw. Gebiete konzentriert[362].

Die Anleger müssen im Rahmen des Prospektes aber auch darüber informiert werden, in wieweit der Verwaltungsrat die im Prospekt dargestellte Anlagepolitiken ändern kann.

7.3 Verwaltung der Immobilien (Ziff. 2.2.4/5 Schema C)

Im Prospekt muss dargelegt werden, welche Personen die Immobilien verwalten, wobei auch deren berufliche Qualifikation darzustellen ist. Zusätzlich müssen auch die Dauer des entsprechenden Verwaltungsmandates, die wesentlichen Vertragsbedingungen und die geschuldete Entschädigung offengelegt werden. Überdies müssen auch alle potentiellen und aktuellen Interessenskonflikte der mit der Geschäftsführung betrauten Personen und des Verwaltungsrats offengelegt werden. Zu derartigen Interessenkonflikten kommt es z.B., wenn diese Personen Liegenschaften verkaufen oder der Gesellschaft über verbundene Gesellschaften Dienstleistungen erbringen.

7.4 Angaben über Immobilien und Beteiligungen (Ziff. 2.3.2 Schema C)

Zu jeder Liegenschaft, die der Gesellschaft gehört, sind detaillierte Angaben bezüglich der Eigentumsverhältnisse, des Baujahrs, der letzten Renovation, der Grundstücksfläche und der Nutzung zu machen. Pro Immobilien-Kategorie, d.h. für Wohn-, Büro-, Gewerbe- und Industrie-Immobilien, sind auch der gesamte Verkehrswert, die jährlichen Mieteinnahmen, sowie die Leerstände und – ausserhalb der reinen Wohnimmobilien – auch eine Laufzeitanalyse der Mietverträge offenzulegen. Zusätzlich sind die wichtigsten Mieter und allfällige Entwicklungsprojekte offenzulegen.

Sofern eine Immobiliengesellschaft zusätzlich Beteiligungen hält[363], sind diese offenzulegen, sofern sie 10% des Kapitals der betreffenden Gesellschaft überschreiten.

7.5 Bewertungsmethode und Schätzexperte (Ziff. 2.3.3/4 Schema C)

Die Bewertungsmethoden die bei der Bewertung der Liegenschaften zur Anwendung kommen[364] sind offenzulegen. Überdies müssen auch die Namen der Schätzexperten sowie ihr Verhältnis zur Gesellschaft und ihren Organen angegeben werden. Diese Angaben ermöglichen es dem Anleger, den periodisch errechneten Net Asset Value der Gesellschaft besser zu verstehen.

---

362 Tatsächlich finden sich in der Praxis heute Immobiliengesellschaften, die sehr diversifizierte Portefeuilles aufweisen, wie z.B. PSP, SPS oder Allreal, aber auch Gesellschaften, die sich auf eine einzige Liegenschaft konzentrieren, wie z.B. die Acorn-Immobiliengesellschaften (dreimal).

363 Häufig halten Immobiliengesellschaften Beteiligungen an anderen Immobiliengesellschaften oder Immobiliendienstleistungsunternehmen.

364 Ertragswertsmethode, DCF-Methode etc.

7.6 Investitionsvorhaben (Ziff. 2.4.4 Schema C)

Die Gesellschaft muss im Prospekt über laufende und für die Zukunft beschlossene Investitionsvorhaben orientieren, was insbesondere dann wichtig ist, wenn im Rahmen der Publikumsemission Mittel aufgenommen werden, die zum Aufbau des Portefeuilles dienen.

7.7 Risikohinweise (Ziff. 1 Schema C)

Der Prospekt muss die Anleger über die Risiken, die mit Immobilien verbunden sind, orientieren. Zu diesen Risiken gehören insbesondere die beschränkte Liquidität der Anlagen, die mit Altlasten zusammenhängenden Probleme, mögliche Leerstände, Marktpreisrisiken, Zinssatzänderungsrisiken und Risiken, die sich aus allfälligen Änderungen der Gesetzgebung[365] ergeben können sowie Unsicherheit bezüglich der Rentabilität von beabsichtigten Investitionen. Soweit die betreffende Immobiliengesellschaft oder die ihr gehörenden Immobilien spezifische Risiken mit sich bringen, wie z.B. konkrete Altlastprobleme, Interventionen von Heimatschutzbehörden bei spezifischen Investitionsvorhaben oder finanzielle Probleme eines grossen Mieters, so müssen diese Risiken konkret dargestellt und, wenn möglich, auch quantifiziert werden.

Werden bei Immobiliengesellschaften im Kotierungsprospekt Angaben über die vergangene Performance bestimmter Anlagen gemacht, so ist die Basis der Berechnung offenzulegen. Dabei ist insbesondere darzulegen, ob die angegebene Performance mit tatsächlichen Anlagen erzielt wurde oder ob es sich um eine hypothetische Berechnung handelt, die auf einem theoretischen Portefeuille oder auf statistischen Grundlagen beruht. Wenn ein Prospekt derartige vergangenheitsbezogene Berechnungen enthält, muss im Rahmen der Risikohinweise festgehalten werden, dass die Performance der Vergangenheit nicht Massstab für die Performance der Zukunft sein kann.

8. Due Diligence als Basis für Aussagen über Tatsachen, Werturteile und Prognosen

8.1 Due Diligence als Teil der notwendigen Sorgfalt

Die Personen, die den Prospekt erstellen, müssen im Hinblick auf das Wahrheits- und Vollständigkeitsgebot[366] sorgfältig vorgehen. Zu diesem Zweck müssen sie die Aussagen, die im Prospekt gemacht werden, verifizieren. Um diese Sorgfaltspflicht zu erfüllen, muss der Prospektinhalt durch eine Due Diligence erhärtet werden, bei der die Sachverhaltsdarstellung des Prospektes und auch die Grundlagen der im Prospekt enthaltenen Werturteile und Prognosen verifiziert werden. Zusätzlich ist in der Due Diligence auch abzuklären, ob wesentliche Tatsachen oder Risiken existieren, auf die im Prospekt noch nicht mit genügender Klarheit hingewiesen worden ist.

---

365 Insbesondere Zonenordnung und Mieterschutz.

366 Dazu vorne Ziff. C.1.4.

8.2 Bereiche der Due Diligence

Die Due Diligence gliedert sich meistens nach folgenden Bereichen, die allerdings je nach Grösse des Unternehmens und Art der Tätigkeit variieren:

8.2.1 Financial Due Diligence

Im Rahmen der Financial Due Diligence werden die quantitativen Aussagen im Prospekt aufgrund der Finanz- und Betriebsbuchhaltung überprüft. Da der Finanzteil des Prospektes allerdings primär auf den von der Revisionsstelle bereits geprüften Abschlüssen beruht, kann sich die Due Diligence in diesem Bereich meist auf die Frage konzentrieren, ob es seit dem letzten Abschluss zu Entwicklungen gekommen ist, die für die Beurteilung des Unternehmens wesentlich sind und daher im Prospekt gesondert dargestellt werden müssen. Die Due Diligence in diesem Bereich basiert im Wesentlichen auf der Analyse von Jahres- und Zwischenabschlüssen, der Durchsicht von Verwaltungsrats- und Geschäftsführungsprotokollen sowie einer Besprechung mit dem Management.

8.2.2 Operational Due Diligence

In der Operational Due Diligence werden Aussagen zur Geschäftstätigkeit des Unternehmens sowie zu den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, wie insbesondere zu den Märkten, in denen das Unternehmen tätig ist, überprüft. Bei technologieorientierten Unternehmen müssen in diesem Teil der Due Diligence auch Aussagen über die Stärken und Schwächen der vom Unternehmen entwickelten bzw. genutzten Technologie überprüft werden. Auch dieser Teil der Due Diligence basiert zum grössten Teil auf Gesprächen mit dem Management sowie der Durchsicht von Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsprotokollen.

8.2.3 Legal Due Diligence

Im Rahmen dieser Abklärungen müssen neben den gesellschaftsrechtlichen Grundlagen des Unternehmens insbesondere wesentliche Verträge sowie allfällige Prozess- und andere Haftungsrisiken untersucht werden, um die entsprechenden Aussagen im Prospekt abzustützen. Dieser Teil der Due Diligence ist meistens am intensivsten, da gesellschaftsrechtliche Dokumente der Gesellschaft und ihrer Tochtergesellschaften, eine grosse Anzahl von Verträgen, Prozessakten, Compliance-Dokumente und auch Protokolle von Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungssitzungen analysiert werden müssen.

8.2.4 Environmental Due Diligence

In einer Environmental Due Diligence müssen – sofern ein Unternehmen Grundbesitz hat oder für seine Abfälle Deponien unterhält bzw. unterhalten hat – allfällige Risiken aus Altlasten abgeklärt werden. Überdies muss untersucht werden, ob die laufende Unternehmenstätigkeit zu Umweltrisiken führen kann (Emissionen aus Produktionsprozessen, Probleme mit Abfallentsorgung, Störfallrisiken etc.). Bei den meisten Unternehmen kann sich diese Abklärung auf bereits vorhandene Dokumente über die Umweltsituation

des Unternehmens oder auf Berichte des unternehmensinternen Umweltschutzbeauftragten abstützen.

8.2.5 Tax Due Diligence

Im Rahmen der Tax Due Diligence müssen hängige und angedrohte Steuerverfahren im Hinblick auf die mit derartigen Verfahren verbundenen Risiken analysiert werden. Zusätzlich ist aber auch abzuklären, ob aus der Struktur des Unternehmens oder den Verrechnungswegen im Konzernverhältnis Steuerrisiken entstehen können, die im Prospekt dargestellt werden müssen.

Die Due Diligence kann sich auf Punkte beschränken, die für die Bewertung des Unternehmens relevant sind. Damit kann eine "Materialitätsgrenze" festgelegt werden, die sich an der Höhe der erwarteten Börsenkapitalisierung orientiert. Wird die zukünftige Börsenkapitalisierung auf CHF 500 Mio. geschätzt, so ist es beispielsweise nicht sinnvoll, wenn die Due Diligence auf Risiken eingeht, die im Bereich einiger CHF 10'000 liegen; es rechtfertigt sich für einen derartigen Fall eine Materialitätsgrenze von CHF 1 Mio. festzusetzen und die Due Diligence entsprechend auf Probleme und Fragen zu beschränken, welche die Börsenkapitalisierung in dieser Grössenordnung beeinflussen können. Risiken und Probleme, die sich auf geringere Beträge beziehen, haben keinen Einfluss auf die Preisbindung an der Börse und können deshalb vernachlässigt werden.

8.3 Disclosure Opinion und Due Diligence Defense der beteiligten Personen

Die Due Diligence ist im Normalfall der aufwendigste Teil des Emissionsverfahrens. Die Durchführung einer Due Diligence ist aber unabdingbar, um ein sorgfältiges Handeln bei der Emission sicherzustellen und um die Haftungsrisiken der beteiligten Organe und Banken zu reduzieren – wenn Gesellschaft und Emissionsbank die Due Diligence einem Anwaltsbüro bzw. dem Finanzbereich einer Revisionsgesellschaft übertragen haben, können Sie sich in einem Haftungsprozess darauf berufen, dass sie alle zumutbaren Anstrengungen unternommen haben, um die Emission sorgfältig vorzubereiten, und sicherstellen, dass die Anleger nicht getäuscht werden.

Über die Ergebnisse der Due Diligence wird kein separater Due Diligence-Bericht erstellt; der Prospekt widerspiegelt das Ergebnis der Due Diligence. Das Anwaltsbüro, das den Prospekt ausserhalb des Finanzteils verfasst, gibt daher eine "Disclosure Opinion" ab, in der es bestätigt, dass der Inhalt des Prospekts mit den von ihm untersuchten Unterlagen übereinstimmt. Diese Bestätigung ist dann auch Basis für die "Due Diligence Defense", welche die für die Emission verantwortlichen Organe und Banken gegenüber Haftpflichtansprüchen vorbringen können[367].

[367] BGE 129 III 71; dazu im Einzelnen Ziff. C.4.4.4 sowie C.4.5.7.

9. Form und Gestaltung des Prospektes

9.1 Freiheit der Gestaltung

Bei der Gestaltung und Gliederung des Prospektes ist die Gesellschaft gemäss Art. 32 Abs. 2 KR grundsätzlich frei und kann neben den notwendigen Angaben auch noch weitere Informationen in den Prospekt aufnehmen, die der Gesellschaft als sachdienlich erscheinen. Der Prospekt muss aber gemäss Art. 32 KR so gestaltet werden, dass er in seiner Gesamtheit für den in Art. 27 KR als Adressat definierten "sachkundigen Anleger" nicht irreführend ist. Darstellung und Aufbau des Prospektes müssen vielmehr die Analyse der Gesellschaft und ihrer Zukunftsaussichten erleichtern. Daher müssen die wesentlichen Informationen und insbesondere auch Hinweise auf Risiken klar präsentiert werden und dürfen nicht in anderen belanglosen Angaben untergehen.

Erfüllt ein Prospekt die Erfordernisse einer klaren Gestaltung nicht und gehen deshalb wesentliche Informationen unter, so kann das Regulatory Board gemäss Art. 32 Abs. 2 KR verlangen, dass wichtige Angaben an prominenter Stelle im Kotierungsprospekt hervorgehoben werden.

9.2 Das Verbot aufdringlicher Anpreisung

Art. 32 Abs. 3 KR verbietet aufdringliche Anpreisungen und Darstellungen. Der Kotierungsprospekt muss daher bei aller Berücksichtigung von Marketing- und PR-Gesichtspunkten immer eine objektivierte Darstellung des Unternehmens wiedergeben und darf nicht primär zum Werbe- und Verkaufsinstrument werden.

Das Verbot aufdringlicher Anpreisungen untersagt allerdings einer Gesellschaft nicht, in einem Prospekt auch Aussagen über die zukünftige Entwicklung der Gesellschaft zu machen. Derartige Prognosen oder Projektionen sind aber als solche zu kennzeichnen und müssen auf vernünftigen und nachvollziehbaren Grundlagen beruhen. Überdies ist bei der Darstellung der Risiken auch immer darauf hinzuweisen, dass keine Gewähr dafür besteht, dass derartige Voraussagen eintreffen[368], da verschiedene Faktoren, die zum Teil ausserhalb der Einflussmöglichkeiten der Gesellschaft liegen, die vorausgesagte Entwicklung verhindern können.

Die internationale Praxis bei der Erstellung von Prospekten geht heute in Richtung einer objektivierten Darstellung unter weitgehendem Verzicht auf Projektionen und Voraussagen; gerade sachkundige Anleger werden bei euphorischen Projektionen und übertrieben suggestiven "Verkaufsprospekten" schnell misstrauisch, sodass der gewünschte Marketingerfolg nicht eintritt.

9.3 Sprache

Der Kotierungsprospekt ist in deutscher, französischer, italienischer oder englischer Sprache zu veröffentlichen. Heute hat sich die Praxis eingebürgert, dass der Prospekt

[368] "Forward Looking Statements".

primär in Englisch erstellt wird; deutsche und französische Versionen werden nur erstellt, wenn eine grosse Anzahl von lokalen Anlegern angesprochen werden soll. Nur bei stark lokal verwurzelten Gesellschaften, die keine internationalen Anleger ansprechen, wird auf eine englische Fassung verzichtet.

10. Veröffentlichung des Kotierungsprospektes

Der Kotierungsprospekt muss gemäss Art. 31 KR spätestens am Tag der Kotierung veröffentlicht werden, wobei er gemäss Art. 30 KR entweder vollständig in einer landesweit verbreiteten Zeitung abgedruckt oder aber interessierten Personen in gedruckter Form kostenlos abgegeben werden muss. In der Praxis wird der Prospekt meistens auch auf der Homepage des Unternehmens publiziert. Die Veröffentlichung im Internet ersetzt die Publikation einer gedruckten Version jedoch nicht; auch wenn das Unternehmen den Emissionsprospekt in dieser Weise elektronisch veröffentlicht, muss es den Anlegern auf Wunsch eine gedruckte Version zur Verfügung stellen.

Werden die Aktien vor der Kotierung im Publikum platziert, so wird normalerweise ein Prospektentwurf veröffentlicht[369], der Basis für die Platzierung der Aktien ist. Ein derartiger Entwurf, der vor der Kotierung verteilt wird, muss allerdings deutlich als Entwurf gekennzeichnet werden, wobei die Anleger ausdrücklich darauf hinzuweisen sind, dass allein der definitive Prospekt Basis der Kotierung sein wird.

369 "Red Herring".

B. Kotierungsinserat

- *Das Kotierungsinserat enthält in kondensierter Form einige wesentliche Angaben über die zu kotierenden Aktien und weist darauf hin, dass der Prospekt von jedem Interessenten unentgeltlich bezogen werden kann.*

- *Das Kotierungsinserat darf nicht mit Werbung für die Emission verbunden werden.*

Gemäss Art. 37 KR muss die Gesellschaft ein Kotierungsinserat veröffentlichen, falls nicht der gesamte Prospekt in Form eines Inserats in einer Tageszeitung veröffentlicht wird.

1. Zweck des Kotierungsinserates

Das Kotierungsinserat hat den Zweck, das Publikum auf die beantragte Kotierung sowie die Möglichkeit zum Bezug des Kotierungsprospekts aufmerksam zu machen.

2. Inhalt des Kotierungsinserates

Der Inhalt des Kotierungsinserates wird in Art. 40 KR definiert. Im Einzelnen muss das Kotierungsinserat insbesondere folgende Angaben enthalten:

- Firma und Sitz der Gesellschaft;
- Bezeichnung, Nominalbetrag, Stückelung und Rechte der neu zu kotierenden Aktien;
- Standard, gemäss dem die Kotierung beantragt wurde[370], sowie der erste Handelstag;
- Hinweise auf Bestimmungen des Prospektes, die stark von der marktüblichen Inhalt abweichen[371];
- Bezugsquelle für den Kotierungsprospekt mit dem Hinweis, dass das Kotierungsinserat kein Prospekt ist und dass allein der Prospekt für die Kotierung massgebend ist.

Normalerweise enthält das Kotierungsinserat zusätzlich zu den gemäss Kotierungsreglement notwendigen Bestandteilen auch noch eine zusammenfassende Darstellung der geplanten Transaktion.

---

370 Main Standard, Local Standard, Investmentgesellschaften, Immobiliengesellschaften.

371 Z.B. Hinweis darauf, dass es sich um Kapitalerhöhung im Rahmen einer Sanierung handelt oder dass ein Teil der Aktien durch Verrechnung liberiert wird.

Auch wenn Art. 37 ff. KR aufdringliche Werbung in Kotierungsinseraten nicht verbieten, verlangt das Regulatory Board dennoch in Analogie zu Art. 32 Abs. 3 KR, dass auch im Kotierungsinserat aufdringliche Anpreisungen und Darstellungen unterlassen werden. Meines Erachtens ergibt sich diese Pflicht aber bereits aus der Normierung des Inhalts des Kotierungsinserates in Art. 40 KR, da diese Bestimmung klar auf eine nüchterne Darstellung der für die Emission wesentlichen Informationen fokussiert ist.

3. Form der Veröffentlichung

Gemäss Art. 38 KR kann das Kotierungsinserat in mindestens einer landesweit verbreiteten Zeitung veröffentlicht werden. Alternativ ist auch eine elektronische Verbreitung möglich, wobei die wesentlichen nationalen und internationalen Systeme zur Verbreitung von Finanzinformationen verwendet werden müssen.

C. Kotierungsgesuch und Kotierungsverfahren

- *Das Kotierungsgesuch muss zusammen mit dem Prospektentwurf mindestens vier Wochen vor dem beabsichtigten Kotierungstermin beim Regulatory Board eingereicht werden.*

- *Das Regulatory Board prüft vor der Kotierung Kotierungsvoraussetzungen und Kotierungsprospekt, wobei es beim Kotierungsprospekt formelle Gesichtspunkte sowie die Darstellung, nicht aber den Inhalt prüft.*

- *Bei Unsicherheiten können Einzelfragen im Zusammenhang mit der geplanten Kotierung dem Regulatory Board zur informellen Vorprüfung vorgelegt werden. Es ist aber auch möglich, für einzelne Fragen, wie insbesondere Ausnahmen von bestimmten Kotierungsvoraussetzungen, vor der Einreichung des Kotierungsgesuches einen Vorentscheid zu beantragen.*

1. Einreichung des Kotierungsgesuchs

In formeller Hinsicht beruht die Kotierung auf dem Kotierungsgesuch der Gesellschaft, mit welcher das Kotierungsverfahren in Gang gesetzt wird[372]. Das Kotierungsgesuch muss von der Gesellschaft bzw. ihren Vertretern gemäss Art. 4 Richtlinie Verfahren Beteiligungsrechte[373] zusammen mit dem Entwurf des Prospektes und den weiteren Beilagen mindestens 20 Börsentage vor dem Zeitpunkt der Kotierung beim Regulatory Board eingereicht werden.

Wird im Rahmen eines Bookbuilding zunächst ein vorläufiger Prospekt erstellt und im Publikum zirkuliert[374], muss das Kotierungsgesuch zusammen mit dem Entwurf dieses vorläufigen Prospektes 20 Börsentage vor Beginn des Bookbuilding-Verfahrens eingereicht werden[375], was bei einer rund zweiwöchigen Bookbuilding-Periode in der Praxis meist dazu führt, dass das Kotierungsgesuch rund 6 Wochen vor der Kotierung eingereicht wird. Mit der Einreichung und Prüfung des vorläufigen Prospektes soll sichergestellt werden, dass die Gesichtspunkte, die vom Regulatory Board bezüglich des Prospektes eingebracht werden, auch bereits im vorläufigen Prospekt berücksichtigt werden.

372 Art. 42 KR.

373 Richtlinie betr. Verfahren für Beteiligungsrechte vom 29. Oktober 2008.

374 "Red Herring", Preliminary Prospectus oder Preliminary Offering Circular.

375 Art. 4 Abs. 4 Richtlinie Verfahren Beteiligungsrechte.

2. Inhalt des Kotierungsgesuchs

Gemäss Art. 44 KR muss das Kotierungsgesuch die zu kotierenden Aktien kurz beschreiben, die Erfüllung der Kotierungsvoraussetzungen[376] nachweisen und den formellen Antrag auf Kotierung zu einem bestimmten Termin enthalten. Sind für die Kotierung Ausnahmen von den Kotierungsvoraussetzungen notwendig[377], muss das Kotierungsgesuch auch einen formellen Antrag auf Gewährung dieser Ausnahmen enthalten.

Mit dem Gesuch zusammen sind gemäss Art. 5 f. Richtlinie Verfahren Beteiligungsrechte neben einigen formellen Belegen über die Gesellschaft auch der definitive Entwurf des Kotierungsprospektes und des Kotierungsinserates einzureichen. Die Organe der Gesellschaft müssen gemäss Art. 45 KR im Rahmen einer "Emittentenerklärung" bestätigen, dass Kotierungsprospekt und Kotierungsinserat vollständig sind, dass sich seit der Erstellung des Kotierungsprospekts keine wesentliche Verschlechterung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie der im Prospekt geschilderten Geschäftsaussichten ergeben haben und auch keine neuen Risiken aufgetreten sind. Im Rahmen dieser Emittentenerklärung müssen die Organe der Gesellschaft aber auch bestätigen, dass sie das Kotierungsreglement und die weiteren Erlasse der SIX zur Kenntnis genommen haben und anerkennen. Damit unterwirft sich die Gesellschaft nicht nur der Sanktionsordnung der SIX, sondern auch dem ständigen Schiedsgericht als Entscheidungsorgan.

Da sich die Sachlage während den 20 Börsentagen, in denen das Regulatory Board das Kotierungsgesuch prüft, ändern kann, können die eingereichten Entwürfe des Prospektes und des Kotierungsinserates während des Verfahrens allfälligen Veränderungen angepasst werden.

3. Prüfungskompetenz des Regulatory Board

Gemäss Art. 3 KR entscheidet das Regulatory Board aufgrund des Kotierungsgesuchs über die Zulassung von Aktien zur Kotierung. Während des Prüfungsverfahrens kann das Regulatory Board auch noch weitere Informationen sowie zusätzliche Dokumente von der Gesellschaft einfordern und gegebenenfalls zur Klärung von Fragen auch Rechtsgutachten und Stellungnahmen von Dritten verlangen.

Das Regulatory Board prüft, ob der Prospekt sämtliche notwendigen Angaben enthält und ob Darstellung und Gestaltung des Prospektes eine Analyse von Chancen und Risiken der Gesellschaft erlauben und nicht irreführend sind. Entsprechend kann das Regulatory Board verlangen, dass fehlende Angaben in den Prospekt eingefügt werden, die Gestaltung geändert wird, wesentliche Aussagen hervorgehoben werden oder dass auf aggressive Werbeaussagen verzichtet wird.

---

376 Dazu im Einzelnen Ziff. B.

377 Wie z.B. eine Ausnahme von der Drei-Jahres-Regel.

Das Regulatory Board hat hingegen weder die Kompetenz noch die Pflicht zur materiellen Prüfung des Prospektinhalts. Der materielle Inhalt des Prospektes liegt allein in der Verantwortung der Organe der Gesellschaft und – aufgrund der in Ziff. C.4 hinten dargestellten Haftungsnormen – in der Verantwortung der weiteren, bei der Erstellung des Prospektes beteiligten Personen. Entsprechend können Regulatory Board und SIX auch nicht verantwortlich gemacht werden, wenn der Prospekt inhaltlich falsch ist[378].

4. Der Entscheid des Regulatory Board

Das Regulatory Board heisst das Kotierungsgesuch gut, wenn die im Kotierungsreglement festgehaltenen Voraussetzungen für eine Kotierung erfüllt sind. Die Gutheissung eines Kotierungsgesuches stellt gemäss Art. 47 Abs. 3 KR aber kein Werturteil über die neu zu kotierenden Aktien bzw. die neu kotierte Gesellschaft dar – eine Einschränkung, die sich letztlich bereits aus der oben dargestellten beschränkten Prüfungskompetenz des Regulatory Board ergibt.

Das Regulatory Board kann die Gutheissung eines Prospektes auch mit Auflagen verbinden, wobei diese allerdings meist schon im Vorfeld des Entscheides besprochen werden, sodass sich die Gesellschaft frühzeitig danach richten kann.

5. Informelle Vorprüfung, Vorentscheide

Gerade bei komplexeren Transaktionen besteht häufig das Bedürfnis, die Meinung des Regulatory Board zur Darstellung gewisser Punkte im Prospekt vor Unterbreitung des Entwurfs einzuholen, um sicher zu stellen, dass der Entwurf tatsächlich den Forderungen des Regulatory Boards entspricht. Das Regulatory Board ist zu derartigen informellen Gesprächen bereit und kann dabei der Gesellschaft häufig wichtige Hinweise zur Gestaltung des Prospektes geben.

Gemäss Art. 48 KR kann ein Gesuchsteller über einzelne Fragen im Zusammenhang mit der Kotierung auch einen formellen Vorentscheid des Regulatory Board verlangen. So können insbesondere Vorentscheide verlangt werden, wenn eine Ausnahme von den Kotierungsvoraussetzungen beantragt wird. In diesem Sinne empfiehlt es sich, insbesondere bei Ausnahmen von der Drei-Jahres-Regel, bereits im Rahmen eines Vorentscheides einen entsprechenden Antrag zu stellen[379], da es wenig Sinn macht, einen Prospekt vorzubereiten, wenn keine Klarheit über diesen Punkt besteht.

---

[378] Das Regulatory Board hält daher gemäss Art. 47 Abs. 3 KR in seinen Entscheiden auch ausdrücklich fest, dass die Kotierung kein Werturteil über die Gesellschaft und über die zu kotierenden Beteiligungsrechte darstellt.

[379] Vgl. Ziff. B.1.1.2.2 vorne.

D. Haftungsrisiken bei Emissionen und Kotierung

– *Sämtliche Personen, die absichtlich oder fahrlässig dabei mitgewirkt haben, dass in Prospekten, Zirkularen oder ähnlichen Mitteilungen über eine Emission oder Kotierung unrichtige oder irreführende Angaben gemacht worden sind, haften den betroffenen Anlegern für den erlittenen Schaden. Die Haftung betrifft damit einerseits Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, die falsche oder irreführende Angaben gemacht haben, andererseits aber auch Banken, Rechtsanwälte und PR-Berater, die den Prospekt gestaltet und ihre Sorgfaltspflicht bezüglich Wahrheit und Gestaltung des Prospektes verletzt haben.*

– *Das Haftungsrisiko kann durch Beachtung folgender Grundsätze vermieden werden:*
  - *Aussagen über Tatsachen müssen inhaltlich richtig und lückenlos sein;*
  - *Werturteile, Vorhersagen und Prognosen müssen als solche erkennbar und objektiv vertretbar sein;*
  - *Die Richtigkeit von Tatsachenaussagen sowie die Grundlagen von Werturteilen, Vorhersagen und Prognosen müssen in einer Due Diligence überprüft werden;*
  - *Der Prospekt muss so gestaltet werden, dass er nicht irreführend ist; wesentliche Aussagen, wie insbesondere Risikohinweise und negative Punkte, dürfen nicht versteckt werden;*
  - *Der Prospekt sollte detaillierte Risikohinweise enthalten, die das Risikoprofil der Gesellschaft umfassend darstellen.*

1. Prospekthaftung nach Art. 752 OR und Art. 41 OR

Gemäss Art. 752 OR haften alle Personen, die im Rahmen einer Kapitalerhöhung oder Gründung einer Gesellschaft absichtlich oder fahrlässig dabei mitgewirkt haben, dass in Prospekten, Zirkularen oder ähnlichen Mitteilungen unrichtige oder irreführende Angaben gemacht worden sind, für den Schaden, den die Anleger aufgrund dieser Aussagen erlitten haben.

Die Prospekthaftung gemäss Art. 752 OR greift bei einem Kotierungsprospekt jedoch nur, wenn im Rahmen der Kotierung Aktien platziert werden, die aus einer Kapitalerhöhung stammen[380]. Art. 752 OR ist dagegen nicht anwendbar, wenn bei einer Kotierung gar keine Aktien im Publikum platziert werden[381] oder im Rahmen der Kotierung nur bereits existierende Aktien umplatziert werden[382]. In diesem Falle kann sich ein Anleger

380 Dabei ist es allerdings nicht notwendig, dass die Aktien direkt von den Anlegern im Rahmen der Publikumsemission gezeichnet werden; Art. 752 OR ist auch im Rahmen einer Festübernahme anwendbar, d.h. wenn die Aktien zunächst von einer Bank oder einem Dritten aus Kapitalerhöhung übernommen werden und dann an das Publikum abgegeben werden. M.E. ist Art. 752 OR immer anwendbar, wenn der Prospekt in einem engen zeitlichen oder sachlichen Zusammenhang mit der Kapitalerhöhung steht.

381 Dies betrifft den Fall, bei dem vorbörslich gehandelte oder an einer anderen Börse kotierte Aktien neu an der SIX kotiert werden. Diesen Weg haben z.B. Mondobiotech und Gate Gourmet im Jahr 2009 gewählt.

382 Sekundäremission, bei der die bisherigen Aktionäre bereits bestehende Aktien verkaufen.

bei irreführenden oder unwahren Angaben im Prospekt auf Art. 41 OR berufen, wobei grundsätzlich die gleichen Haftungsmassstäbe zur Anwendung kommen wie bei Art. 752 OR; d.h. die verantwortlichen Personen haften auch in diesen Fällen für den Schaden, den sie durch unrichtige oder irreführende Angaben gemacht haben. Das Gleiche gilt auch bei der Emission von Aktien ausländischer Gesellschaften in der Schweiz, auf die ebenfalls Art. 752 bzw. Art. 41 OR[383] zur Anwendung kommen.

2. Kreis der haftenden Personen

Eine Haftung für allfällige unrichtige oder irreführende Informationen in Prospekten trifft primär die Mitglieder des Verwaltungsrats und die Geschäftsleitung, die den materiellen Inhalt des Prospektes gestaltet bzw. die Information zur inhaltlichen Gestaltung geliefert haben und dafür auch im Prospekt selbst die Verantwortung übernehmen[384]. Neben den im Unternehmen selbst tätigen Personen setzen sich aber auch Drittpersonen, die an der Formulierung bzw. Verbreitung eines Prospektes mitwirken, einer Haftung aus, wenn sie bei der Ausarbeitung des Prospektes absichtlich oder fahrlässig unrichtige oder irreführende Aussagen in den Prospekt aufnehmen. Eine derartige Haftung kann somit Banken, Revisionsgesellschaften und Anwälte treffen, die an der Gestaltung des Prospektes mitarbeiten.

Soweit gemeinsame Verursachung vorliegt, haften die betreffenden Personen solidarisch. Dieser Fall kann beispielsweise eintreten, wenn sowohl der Emissionsbank wie auch der Geschäftsleitung bekannt war, dass die Gesellschaft gravierende Liquiditätsprobleme hat, beide aber nicht dafür gesorgt haben, dass die betreffende Information in den Prospekt aufgenommen wird.

Die Haftung der einzelnen Beteiligten wird allerdings nach der bundesgerichtlichen Praxis dadurch eingeschränkt, dass sie sich gegenseitig auf die sorgfältige Ausführung ihrer Tätigkeit verlassen können[385]. So haftet die Emissionsbank nicht für unrichtige Angaben, wenn diese von Anwälten oder Revisoren in einer Due Diligence verifiziert worden sind. Dementsprechend haften auch weder Bank noch Anwälte für die richtige Darstellung der Zahlen im Finanzteil des Prospektes, da sich diese darauf verlassen können, dass die Organe der Gesellschaft und die Revisionsgesellschaft diese richtig darstellen bzw. prüfen.

---

383 Die Zuständigkeit der Schweizer Gerichte ergibt sich aus Art. 151 Abs. 3 IPRG, die Anwendbarkeit des Schweizer Rechts aus Art. 156 IPRG; Alternativ kann sich der Anleger bei ausländischen Gesellschaften aber auch auf das auf die betreffende Gesellschaft anwendbare ausländische Recht (Inkorporationsstatut) berufen.

384 Gemäss Ziff. 4 Schema A müssen im Kotierungsprospekt die Personen aufgeführt werden, die für den Inhalt des Prospektes die Verantwortung übernehmen.

385 BGE 129 III 71.

3. Die haftungsbegründenden Dokumente

Obwohl immer von "Prospekthaftung" gesprochen wird, beschränkt sich die Haftung gemäss Art. 752 bzw. Art. 41 OR nicht nur auf die Aussagen im Prospekt, sondern findet auch auf alle anderen Mitteilungen Anwendung, welche der Emittent bzw. die übrigen Personen, die mit dem Emittent an der Emission zusammen arbeiten, gemacht haben. Daher können auch falsche bzw. irreführende Angaben in Kurzprospekten, in Unterlagen, die in Road Shows abgegeben werden und in anderem Werbematerial zur Haftung führen. Dieses Haftungsrisiko hat dazu geführt, dass heute auf die Abgabe zusätzlicher Dokumente neben dem Prospekt grösstenteils verzichtet wird und in allen Anzeigen und Mitteilungen, in denen auf die Emission hingewiesen wird, ausdrücklich auf den Prospekt verwiesen wird.

4. Voraussetzungen der Haftung

Unabhängig von der Rechtsgrundlage, d.h. unabhängig davon, ob eine Haftung sich auf Art. 752 oder auf Art. 41 OR stützt, kann eine Haftung nur eintreten, wenn die folgenden Bedingungen erfüllt sind:

4.1 Unrichtige oder irreführende Angaben

Zu einer Haftung kann es nur kommen, wenn der Prospekt bzw. die anderen Dokumente, die zu einer Haftung führen können, Angaben enthalten, die im Zeitpunkt, in dem sie gemacht wurden, unrichtig oder irreführend waren. Unrichtig können letztlich nur Sachverhaltsangaben sein, nicht aber Werturteile und Aussagen über die Zukunft; diese sind immer subjektiv bzw. mit Unsicherheiten behaftet, die der Anleger in Kauf nehmen muss. Werturteile und Prognosen können jedoch irreführend sein, wenn sie keine nachvollziehbare objektive Basis haben bzw. in Anbetracht der bereits erkennbaren Sachverhaltselemente nicht vertretbar sind. Wird in einem Prospekt beispielsweise behauptet, dass die Software des Unternehmens von den Kunden bestens akzeptiert wird und deshalb in den nächsten zwölf Monaten hohe Verkäufe erwartet werden, so ist dies irreführend, wenn die betreffende Software tatsächlich noch nicht einmal funktioniert und deshalb ein Vertrieb der Software in den nächsten Monaten gar nicht möglich ist.

Irreführend können aber auch objektiv richtige Aussagen sein, wenn sie in einer Weise dargestellt werden, bei der auch ein sachkundiger Anleger den tatsächlichen Sachverhalt nicht erkennen kann. Dieser Fall kann beispielsweise eintreten, wenn der Prospekt so gestaltet wird, dass die positiven Punkte graphisch herausgehoben und die Hinweise auf Probleme in die Fussnoten eines belanglosen Prospektteils verbannt werden. Ebenfalls irreführend ist ein unvollständiger Prospekt, d.h. ein Prospekt, bei dem wesentliche Gesichtspunkte, deren Darstellung der Anleger erwarten durfte, fehlen, indem beispielsweise auf die Darstellung konkreter Problemfälle verzichtet wurde, obwohl diese Probleme einen wesentlichen negativen Einfluss auf das Unternehmen und seine Bewertung haben können.

Verstösst ein Prospekt gegen das Kotierungsreglement, indem z.B. Angaben weggelassen werden, die gemäss dem auf die betreffende Kotierung anwendbaren Schema[386] notwendig sind, so ist der Prospekt immer irreführend bzw. unrichtig, da die Gerichte grundsätzlich davon ausgehen werden, dass das Kotierungsreglement in objektiver Weise definiert, welche Angaben notwendig sind, damit ein Prospekt vollständig und nicht irreführend ist.

4.2 Schädigung des Anlegers

Eine Haftung kann nur eintreten, wenn der Anleger nicht nur getäuscht wird, sondern auch einen Schaden erleidet, weil er unter dem Eindruck der Täuschung für die Aktien einen Preis bezahlt hat, der über dem durch die richtige Darstellung gerechtfertigten Preis lag. In theoretischer Hinsicht ist die Feststellung des Schadens, d.h. die Differenz zwischen dem Preis mit und dem Preis ohne Täuschung, zwar problematisch, in der Praxis ergibt sich dieser Nachweis allerdings über die Preisbildung an der Börse; sinkt der Kurs nach Offenlegung des richtigen Sachverhalts[387], so kann der Schaden aufgrund dieses Kursrückgangs berechnet werden.

4.3 Adäquater Kausalzusammenhang zwischen der Täuschung und dem Schaden

Zu einer Haftung kann es nur kommen, wenn zwischen der Täuschung und dem Schaden tatsächlich ein adäquater Kausalzusammenhang besteht, d.h. die Schädigung des Anlegers auf die Täuschung zurückgeführt werden kann und auch als typische Folge dieser Täuschung erscheint. Genau wie beim Schaden selbst lässt sich dieser Nachweis in der Praxis immer dann erbringen, wenn der Kurs bei der Offenlegung des tatsächlichen Sachverhalts sinkt. Damit wird nicht nur klar, dass die Täuschung tatsächlich zu einem höheren Verkaufspreis geführt hat, sondern auch, dass der betroffene Anleger die Aktien nie zum höheren Preis gekauft hätte, wenn er nicht getäuscht worden wäre.

Eine der schwierigsten Fragen im Rahmen des adäquaten Kausalzusammenhanges ist die Zeitdauer, während der eine unrichtige oder irreführende Aussage in einem Prospekt noch eine haftungsbegründende Wirkung entfalten kann. Es ist zwar klar, dass die Prospekthaftung nicht nur von den Personen geltend gemacht werden kann, die bei der Emission Aktien kaufen, sondern auch von Anlegern, die ihre Aktien zu einem späteren Zeitpunkt, aber noch unter dem Eindruck der unrichtigen oder irreführenden Aussage im Prospekt über den Markt, erwerben. Unklar ist jedoch, wie lange eine derartige Aussage die Kaufentscheide noch beeinflussen und damit zu einer Haftung führen kann. Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass eine falsche oder irreführende Aussage den Markt solange beeinflusst und zur Bildung eines "unrichtigen" Preises führt, als das betreffende Unternehmen keine neuen Informationen publiziert hat. Dementsprechend kann ein Prospekt, der haftungsbegründende Aussagen enthält, bis zur Publikation des nächsten

386 In Schema A, B oder C. Dazu im Einzelnen Ziff. C.1.5 vorne.

387 Natürlich kann nur eine erhebliche Kursreduktion Beleg für einen Schaden sein; wenn der Kurs gar nicht zurückgeht oder sich die Kursreduktion im Rahmen der allgemeinen täglichen Schwankungsbreite bewegt, ist dies eher ein Hinweis dafür, dass eine falsche oder irreführende Sachverhaltsdarstellung im Prospekt nicht zu einem Schaden geführt hat.

Jahres- bzw. Halbjahresberichts oder – bei punktuellen Problemen – bis zur Publikation einer Ad hoc-Mitteilung, die diese Frage richtig stellt, zu einer Haftung führen. Anleger, die Aktien während dieser Zeit kaufen, erwerben diese nämlich wegen der Falschinformation im Prospekt zu einem Preis, der über dem Marktpreis liegt, der ohne entsprechende Irreführung bzw. Täuschung entstanden wäre, weshalb ihre Schädigung immer noch als adäquat kausale Folge des unrichtigen oder irreführenden Prospektinhaltes betrachtet werden muss.

4.4 Verschulden: Vorsatz oder Fahrlässigkeit

Die Haftung kann nur greifen, wenn die zur Haftung herangezogene Person ein Verschulden trifft, d.h. wenn sie die unrichtigen oder irreführenden Informationen entweder absichtlich oder fahrlässig in den Prospekt aufgenommen hat. Fahrlässigkeit liegt vor, wenn die mit der Erstellung des Prospektes betrauten Personen die erforderliche Sorgfalt bei der Erstellung verletzen. Nach der bundesgerichtlichen Praxis[388] wird dabei auf einen objektivierten Sorgfaltsbegriff abgestellt, d.h. unabhängig von den tatsächlichen Kenntnissen der mit der Erstellung des Prospektes betrauten Personen, wird von ihnen die Sorgfalt verlangt, die eine professionell tätige Person bei einer derartigen Aufgabe üblicherweise aufbringt. Massstab für die Sorgfalt bilden dabei vor allem auch die Vorschriften des Kotierungsreglements, da dieses im Rahmen einer professionellen Prospekterstellung beachtet werden muss.

Das Bundesgericht hat in einem jüngeren Fall[389] festgestellt, dass aber nicht jede mit der Erstellung des Prospektes betraute Person, d.h. Verwaltungsrat und Banken, sämtliche Angaben im Prospekt überprüfen muss, sondern dass sie sich auf die von ihnen mit einer Due Diligence beauftragten Anwälte und Revisionsgesellschaften verlassen dürfen[390] und deshalb nicht haften, wenn die Angaben in einem Prospekt objektiv unrichtig sind, ein Anwalt oder eine Revisionsgesellschaft aber nach eingehender Untersuchung der Gesellschaft den entsprechenden Sachverhalt bestätigt hat[391].

5. Vermeidung einer Haftung

Zur Vermeidung einer Prospekthaftung sollten bei der Prospekterstellung folgende Grundsätze beachtet werden:

5.1 Einhaltung der Bestimmungen des Kotierungsreglements

Bei der Ausarbeitung des Prospektes müssen die formellen Vorschriften sowie die oben beschriebenen Vorschriften über den Mindestinhalt des Prospektes eingehalten werden[392]. Da die Regeln des Kotierungsreglements und der dazu gehörigen Schemata von

388 BGE 116 Ia 162, S. 169 E.2.c.

389 BGE 129 III 71.

390 Letztlich erfüllen diese Personen ihre Sorgfaltspflicht durch den Beizug von Spezialisten.

391 Die entsprechende Bestätigung wird in Form einer "Opinion" abgegeben.

392 Schema A, B und C; Ziff. C.1.5, C.1.6 und C.1.7 vorne.

den Gerichten als Massstab für einen vollständigen Prospekt betrachtet werden, kann es zur Haftung kommen, wenn Angaben ausgelassen werden, die in den Schemata vorgesehen sind, und deshalb der Prospekt unrichtig bzw. irreführend ist. Typischerweise wird ein Prospekt, der vom Mindestinhalt abweicht, ohnehin aber bereits im Entwurfsstadium vom Regulatory Board zurückgewiesen.

5.2 Inhaltlich richtige und lückenlose Aussagen über Tatsachen

Aussagen über objektiv feststellbare Fakten müssen inhaltlich richtig und lückenlos sein. Deshalb muss streng darauf geachtet werden, dass nur inhaltlich richtige Aussagen gemacht werden, selbst wenn eine leicht "beschönigte" Darstellung zu einem grösseren Platzierungserfolg führen würde. Wie vorne in Ziff. C.1.4 dargestellt, verlangt der Grundsatz der Vollständigkeit vor allem, dass im Prospekt nicht nur positive Punkte erwähnt, sondern auch negative Punkte aufgeführt werden. Wird beispielsweise die Umsatzentwicklung verschiedener Produktelinien dargestellt, so darf sich diese Darstellung nicht nur auf die Produktelinien mit positiven Entwicklungen beschränken; sofern sich einige Linien negativ entwickelt haben, müssen auch diese dargestellt werden. Eine unvollständige Tatsachendarstellung, bei der negative Tatsachen ausgelassen werden, wirkt − da sie irreführend ist − auch dann haftungsbegründend, wenn die tatsächlich dargestellten Tatsachen, d.h. die positiven Punkte, inhaltlich richtig sind.

5.3 Werturteile müssen erkennbar und objektiv vertretbar sein

Soweit ein Prospekt Werturteile enthält[393], wie z.B. Aussagen über die Erfolgsaussichten der eigenen Strategie oder Aussagen über die Originalität und Akzeptanz neuer Produkte, müssen diese als subjektive Werturteile klar erkennbar sein, was häufig durch entsprechende Formulierung wie z.B. "Die Geschäftsleitung ist der Ansicht..." erreicht werden kann. Soweit Werturteile auf Aussagen von Dritten gestützt werden, sollte dies ebenfalls zum Ausdruck gebracht werden: "Kundenumfragen zeigen...". Es empfiehlt sich im Übrigen, derartige Drittaussagen, die auf Analysten und Anleger besser wirken als Werturteile der Geschäftsleitung selbst, klar zu dokumentieren, da die Berufung auf falsche Drittquellen irreführend ist und eine Haftung begründen kann.

Auch wenn Werturteile als solche offengelegt werden, können sie noch irreführend sein und zu einer Haftung führen, wenn sie keine vernünftige Basis haben, d.h. objektiv nicht vertretbar sind, weil sie von einem sachverständigen Dritten aufgrund der im Zeitpunkt des Werturteils bekannten Tatsachen nicht gemacht würden. Die Aussage, dass ein bestimmtes Medikament "nach Ansicht der Geschäftsleitung viel versprechende Aussichten hat" wäre in diesem Sinne irreführend und haftungsbegründend, wenn die im Zeitpunkt der Prospekterstellung durchgeführten klinischen Tests bereits Nebenwirkungen gezeigt haben, welche die Inverkehrsetzung des betreffenden Arzneimittels verunmöglichen.

---

393 Viele Emittenten vermeiden wegen der mit Prognosen verbundenen rechtlichen Probleme und Reputationsrisiken überhaupt alle Aussagen über die Zukunft.

5.4 Voraussagen und Prognosen müssen objektiv vertretbar sein

Soweit ein Prospekt überhaupt Voraussagen und Prognosen enthält, müssen diese klar als zukunftsgerichtete Aussagen gekennzeichnet sein, damit der Adressat des Prospektes erkennen kann, dass es sich nicht um Fakten, sondern um Prognosen handelt, die natürlicherweise mit einer Unsicherheit belastet sind.

Bei Vorhersagen über zukünftige Entwicklungen oder Risiken kann selbstverständlich nicht der gleiche Massstab angelegt werden wie bei Aussagen über Fakten, die in der Vergangenheit liegen, da Aussagen über die Zukunft naturgemäss immer mit Unsicherheiten verbunden sind und zum vornherein keine Garantie dafür bestehen kann, dass sich derartige Vorhersagen auch verwirklichen. Daher kann es auch nicht automatisch zur Haftung kommen, wenn sich derartige Vorhersagen bzw. Prognosen nicht realisieren. Aussagen über die Zukunft müssen aber im Zeitpunkt, in dem sie gemacht werden, nach vernünftigen Massstäben vertretbar sein, da sie sonst als irreführend betrachtet werden müssen. Deshalb müssen die Grundlagen von Voraussagen und Prognosen jeweils genau geprüft werden, wobei es gerade hier notwendig ist, dass neben der Sicht der meist enthusiastischen Geschäftsleitung auch das Urteil einer neutralen Fachperson beigezogen wird, wie z.B. eines Analysten der Emissionsbank.

5.5 Klare Darstellung für die Anleger; wesentliche Punkte müssen hervorgehoben werden

Der Prospekt muss nicht nur inhaltlich richtig sein, sondern muss auch in seiner Darstellung und im Aufbau jede Irreführung vermeiden. In diesem Sinne müssen die für die Investoren wesentlichen Hinweise, wie insbesondere Hinweise auf negative Tatsachen oder Risiken, klar und an prominenter Stelle dargestellt werden[394]. Derartige Aussagen dürfen demnach nicht unter positiven oder belanglosen Informationen "versteckt" werden. Beim Entwurf des Prospektes ist in diesem Sinne darauf zu achten, dass die für die Investoren wesentlichen Punkte sprachlich wie auch graphisch hervorgehoben und dass negative Informationen mindestens in der gleichen Art wie positive Punkte dargestellt werden. In diesem Sinne ist es auch wesentlich, dass die "Risk Section" an prominenter Stelle des Prospektes und unter einem klaren Titel erscheint[395].

5.6 Konkrete Risikohinweise

Wird in einem Prospekt auf Risiken hingewiesen, so können enttäuschte Investoren später keine Ansprüche stellen, wenn sich die entsprechenden Risiken tatsächlich verwirklichen. Wird hingegen in einem Prospekt auf Risiken, welche die Gesellschaft erkannt hat bzw. bei genügender Aufmerksamkeit hätte erkennen können, nicht hingewiesen, so ist der Prospekt irreführend, da er die Situation des Unternehmens zu positiv darstellt,

---

394 Vgl. Ziff. 1 der Schemata A, B und C, welche verlangt, dass den Risikofaktoren eine "prominente Darstellung" im Prospekt zukommt; dieser Grundsatz gilt für alle Negativen. Für alle Punkte im Prospekt, die zu einer tieferen Bewertung des Unternehmens führen, wird verlangt, dass sie nicht versteckt werden.

395 Vgl. Ziff. 1 Schema A. Diese Risikofaktoren werden deshalb meist am Anfang des Prospektes unmittelbar nach der Zusammenfassung aufgeführt.

was zu einer Haftung führen kann. Daher muss die Risikolage der Gesellschaft bei der Erstellung des Prospektes genau analysiert und die entsprechenden Risiken in möglichst konkreter Form dargestellt werden, sodass der Anleger aufgrund der Risikohinweise und insbesondere der Risk Section das Risikoprofil der Gesellschaft erkennen kann.

5.7 Due Diligence als Basis für die Prospekterstellung

Um sicherzustellen, dass der Prospekt tatsächlich den anwendbaren Sorgfaltsmassstäben entspricht, muss der Prospekt auf einer seriösen Due Diligence basieren. Wie vorne dargestellt[396], müssen mit der Due Diligence die im Prospekt dargestellten Tatsachen sowie die Grundlagen von Werturteilen und Prognosen belegt werden. Zusätzlich muss mit der Due Diligence aber auch sichergestellt werden, dass tatsächlich alle Risiken und negativen Punkte im Prospekt erfasst worden sind. Kann nachgewiesen werden, dass der Prospekt auf einer sorgfältigen Due Diligence basiert[397], so kann der Vorwurf der Sorgfaltspflichtverletzung für Banken und Gesellschaftsorgane, die auf der Basis der Due Diligence den Prospekt veröffentlicht haben, praktisch ausgeschlossen werden[398].

396 Dazu im Einzelnen Ziff. C.1.8.

397 Vgl. BGE 129 III 71.

398 "Due Diligence Defense".

V. DIE INFORMATIONSPFLICHTEN VON PUBLIKUMSGESELLSCHAFTEN

An der SIX kotierte Gesellschaften haben aufgrund des Kotierungsreglements und verschiedener Bestimmungen des Börsengesetzes Informationspflichten, die weit über die Informationspflichten privat gehaltener Gesellschaften hinausgehen. Mit diesen Informationspflichten wird sichergestellt, dass die Anleger während der gesamten Zeit, in der die betreffenden Aktien kotiert sind, über sämtliche Informationen verfügen, die für die Bewertung der Gesellschaft relevant sind. Genau wie die Informationspflichten bei der Erstellung eines Prospektes haben diese Informationspflichten daher den Zweck, eine effiziente Preisbildung am Markt sicherzustellen. Überdies wird es den Anlegern durch die Offenlegung aller für die Bewertung relevanten Informationen auch ermöglicht, das Risiko ihrer Investitionen abzuschätzen, sodass sie Investitionen vermeiden können, die nicht ihrem Risikoprofil entsprechen.

Die extensiven Informationspflichten und die damit verbundene Transparenz ist eines der wesentlichen Kulturelemente, welches kotierte Gesellschaften von privat gehaltenen Gesellschaften unterscheidet. Dementsprechend müssen Verwaltungsrat und Management kotierter Gesellschaften bereit sein, nicht nur Erfolge sondern auch Misserfolge dem Publikum mitzuteilen und müssen auch mit Kritik von Seiten der Aktionäre und des Publikums umgehen können.

A. Periodische Berichterstattung

- *Kotierte Unternehmen müssen jährlich einen Geschäftsbericht veröffentlichen, der Jahresrechnung und Lagebericht umfasst. Die Jahresrechnung muss dem von der Gesellschaft gewählten Rechnungslegungsstandard entsprechen und von der Revisionsstelle geprüft sein. Im Lagebericht kommentiert der Verwaltungsrat das Jahresergebnis und die Entwicklung des Unternehmens.*

- *Alle kotierten Gesellschaften müssen Halbjahresberichte abgeben, die eine ungeprüfte Halbjahresrechnung enthalten.*

- *Für Investment- und Immobiliengesellschaften bestehen Zusatzvorschriften, die sicherstellen, dass die Anleger Informationen über die Entwicklung des Portefeuillewertes der betreffenden Gesellschaft erhalten.*

Ein kotiertes Unternehmen muss Aktionäre und Öffentlichkeit in Geschäfts- und Zwischenberichten regelmässig über seine finanzielle Entwicklung orientieren.

1. Der jährliche Geschäftsbericht

Art. 49 KR muss ein kotiertes Unternehmen jährlich einen Geschäftsbericht veröffentlichen, der Jahresrechnung und Jahresbericht umfasst, und diesen auf Verlangen jeder Person unentgeltlich abgeben. Der Geschäftsbericht muss innert vier Monaten[399] nach Beendigung eines Geschäftsjahres veröffentlicht und spätestens im Zeitpunkt der Veröffentlichung der Zulassungsstelle eingereicht werden. Der Geschäftsbericht muss folgende Bestandteile enthalten:

1.1 Jahresrechnung

Die Jahresrechnung muss den Einzelabschluss sowie den konsolidierten Abschluss enthalten und dem von der Gesellschaft gewählten Rechnungsstandard entsprechen[400]. Aufgrund von Art. 963 OR hat jedes kotierte Unternehmen, welches über mindestens eine Tochtergesellschaft verfügt, eine Konsolidierungspflicht, sodass die Publikation einer konsolidierten Rechnung heute die Regel ist. Sofern die betreffende Gesellschaft eine konsolidierte Jahresrechnung veröffentlicht, muss nur diese dem von der Gesellschaft gewählten Rechnungsstandard entsprechen; der Einzelabschluss kann in diesen Fällen dagegen nach handelsrechtlichen Vorschriften erstellt werden.

Die Jahresabschlüsse müssen von der Revisionsstelle geprüft sein, weshalb der Geschäftsbericht auch einen entsprechenden Prüfungsbericht der Revisionsstelle enthalten muss[401]. Die Prüfung muss gemäss Art. 727b OR durch ein staatlich beaufsichtigtes Revisionsunternehmen vorgenommen werden[402].

1.2 Lagebericht

Im Lagebericht muss der Verwaltungsrat gemäss Art. 961c OR den Geschäftsverlauf sowie die wirtschaftliche und finanzielle Lage der Gesellschaft darstellen. Der Lagebe-

---

399 Diese Frist ergibt sich aus Art.10 der Richtlinie betr. Rechnungslegung vom 29. Oktober 2008 (Richtlinie Rechnnungslegung); vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 19. November 2007 (SaKo//AHP/III/07), E.7. Entscheid der Disziplinarkommission vom 8. Juni 2006 (DK/RLE/VII/05), E.2.

400 Gemäss Art. 6 Richtlinie Rechnungslegung müssen Gesellschaften, die gemäss Main Standard kotiert sind, ihre Abschlüsse nach IFRS oder US-GAAP erstellen; Gesellschaften, die gemäss Domestic Standard bzw. den Standards für Immobilien- oder Investmentgesellschaften kotiert sind, können dagegen auch Swiss GAAP FER als Rechnungslegungsstandard wählen; vgl. Sanktionsbescheid der SIX vom 12. November 2007 (GBZ/RLE/VII/07), E.11.

401 Entscheid der Disziplinarkommission i.S. Habsburg Holdings Ltd. vom 29. September 2003: Dekotierung wegen Fehlens eines Revisionsberichtes; Entscheid der Zulassungsstelle vom 16. Februar 2007 (ZUL/RLE/II/06), insbesondere E.12 ff.

402 Vgl. Bundesgesetz über die Zulassung und Beaufsichtigung der Revisorinnen und Revisoren (Revisionsaufsichtsgesetz), SR 221.302; die SIX überprüft indirekt bei der Überprüfung der eingereichten Jahresabschlüsse auch die Arbeit der Revisionsstelle. Zur Rolle der Revisionsgesellschaft im Enforcement Verfahren, Institute for Accounting, Controlling and Auditing, 2010, S. 25 ff.; vgl. Entscheid der Disziplinarkommission vom 29. Juni 2005 (DK/RLE/III/05), in dem ein Fall einer Revisionsstelle dargestellt wird, die trotz Abweichungen vom massgebenden Buchhaltungsstandard einen vorbehaltslosen Prüfungsbericht abgegeben hat. Die Zulassungsstelle hatte daher im Sanktionsentscheid gegen das kotierte Unternehmen festgehalten, dass die SIX in den folgenden zwei Jahren die Jahresrechnungen aller Gesellschaften, die von den betreffenden Revisoren revidiert wurden, einer umfassenden Prüfung unterziehen würde. Obwohl der Entscheid formell nicht gegen die Revisionsgesellschaft bzw. die beiden Revisoren gerichtet war (die betreffende Aussage erschien auch nur in der Begründung und nicht im Dispositiv des Entscheides), hat er negative Konsequenzen für die Reputation und die Geschäftstätigkeit der betroffenen Revisionsgesellschaft und Revisoren; vgl. Entscheid der Zulassungsstelle vom 16. Februar 2007 (ZUL/RLE/II/06): Direkter Sanktionsentscheid gegen eine Revisionsstelle wegen eines eventualvorsätzlich unrichtigen Revisionsberichtes.

richt stellt daher eine verbale Ergänzung der Jahresrechnung dar, in der einerseits die Jahresrechnung kommentiert wird, anderseits aber Punkte aufgezeigt werden, die in der Jahresrechnung nicht erscheinen, wie z.B. die Strategie des Unternehmens sowie langfristige Entwicklungen und Probleme. Die SIX stellt keine speziellen Anforderungen an den Lagebericht, die über die sehr rudimentären Vorschriften des Aktienrechts hinausgehen würden. Die einzige Ausnahme bildet die Richtlinie Corporate Governance, die wie vorne dargestellt[403], spezifische Aussagen über die Corporate Governance des Unternehmens verlangt.

Aufgrund dieser Rechtsgrundlagen hat der Verwaltungsrat einer kotierten Gesellschaft einen grossen Ermessensspielraum, um seinen Lagebericht zu gestalten. Je nachdem, wie Geschäftsleitung und Verwaltungsrat ihren Ermessensspielraum interpretieren, ergeben sich in der Praxis heute auch äusserst unterschiedliche Jahresberichte, die sowohl in ihrer Aussagekraft wie auch in ihrem Volumen von Gesellschaft zu Gesellschaft sehr stark variieren.

2. Halbjahresbericht und Quartalsberichte

Gemäss Art. 50 KR muss eine kotierte Gesellschaft innert drei Monaten[404] nach Ablauf der ersten sechs Monate des Geschäftsjahres einen Zwischenbericht für die ersten sechs Monate veröffentlichen[405]. Diese Halbjahresberichte müssen eine Halbjahresrechnung enthalten, welche den gleichen Bilanzierungs- und Rechnungsgrundsätzen wie die Jahresrechnung entspricht[406]. Die anwendbaren Rechnungslegungsstandards lassen bei den Halbjahresrechnungen allerdings wesentliche Vereinfachungen gegenüber der Jahresrechnung zu, sodass diese Halbjahresberichte meist erheblich kürzer sind als die Jahresberichte. Überdies müssen Halbjahresrechnungen im Gegensatz zu Jahresrechnungen nicht geprüft werden[407].

Die Halbjahresberichte enthalten typischerweise auch einen verbalen Teil, in dem der Verwaltungsrat die Ergebnisse des ersten Halbjahrs sowie die Aussichten für das zweite Halbjahr kurz kommentiert[408]. Die Halbjahresberichte müssen aber keinen Corporate Governance-Bericht enthalten.

---

403 Ziff. D.2.1.

404 Art. 11 Richtlinie Rechnungslegung.

405 Sanktionsbescheid der SIX vom 7. November 2008 (GBZ/RLE/V/08), E.27; Entscheid der Disziplinarkommission vom 8. Juni 2006 (DK/RLE/IX/05).

406 Vgl. Entscheid der Zulassungsstelle vom 11. März 2004 (ZUL/RLE/I/04) über die einzelnen Erfordernisse eines Zwischenberichtes gemäss IFRS. Entscheid der Sanktionskommission vom 8.April 2009 (SaKo/RLE/I/09), E.1 sowie Entscheid der Zulassungsstelle vom 10. April 2006 (ZUL/RLE/XII/05), E.1 ff.; betreffend Zwischenabschluss gemäss Swiss GAAP FER.

407 Art. 9 Richtlinie Rechnungslegung.

408 Zu den notwendigen Erläuterungen im Zwischenbericht vgl. Entscheid der Zulassungsstelle vom 5. Juni 2003 i.S. Distefora Holding AG und Entscheid der Zulassungsstelle vom 5. September 2002 i.S. CGN.

Wie vorne in Ziff. B.1.1.2.2 dargestellt, müssen Gesellschaften, die aufgrund von Art. 7 ff. Richtlinie Track Record in Abweichung von der Drei-Jahresregel kotiert werden und nicht durch Spin-off oder Fusion bzw. ähnliche Transaktion aus vorbestehenden Gesellschaften entstanden sind, zusätzlich Quartalsberichte veröffentlichen, bis sie die Drei-Jahresgrenze erreicht haben.

3. Zusatzvorschriften für Investmentgesellschaften

Gemäss Art. 14 ff. Richtlinie Rechnungslegung müssen Investmentgesellschaften in ihren Jahres- und Halbjahresberichten verschiedene zusätzliche Angaben zu den Anlagen der Gesellschaft machen[409]. So müssen insbesondere der Net Asset Value (NAV) per Abschlussdatum sowie die einzelnen Wertschriftenpositionen offengelegt und auch Angaben über Zu- und Abgänge von Anlagen sowie über nicht realisierte Gewinne und Verluste gemacht werden. Im Jahresbericht sind auch allfällige Abweichungen von der in Statuten und Reglement festgelegten Anlagepolitik darzustellen.

Neben der Jahres- und Halbjahresberichterstattung müssen Investmentgesellschaften gemäss Art. 73 KR den Net Asset Value pro Aktie in regelmässigen Abständen veröffentlichen. Bei Gesellschaften mit liquiden Anlagen werden heute im Allgemeinen eine tägliche Berechnung des Net Asset Value und die Veröffentlichung des Net Asset Value im Internet vorgesehen.

4. Spezialbestimmungen für Immobiliengesellschaften

Auch bei Immobiliengesellschaften verlangen Art. 17 f. der Richtlinie Rechnungslegung zusätzliche Angaben im Jahresbericht, die dem Anleger ermöglichen sollen, die Entwicklung des Vermögens der Gesellschaft besser zu verfolgen. Diese Bestimmungen verlangen insbesondere, dass Informationen über die einzelnen Immobilien[410], Zu- und Abgänge im Portefeuille sowie der aktuelle Verkehrswert des Immobilienportefeuilles offengelegt werden. Dieser Wert ist von einem externen Schätzexperten zu ermitteln, wobei die angewandte Bewertungsmethode sowie die Berechnungsgrundlagen[411] und die der Berechnung zugrunde liegenden Annahmen[412] offenzulegen sind[413]. Zusätzlich sind auch Angaben über die einzelnen Immobilien, über Veränderungen im Immobilienportefeuille sowie über die Finanzierung zu machen.

4.1 Prüfung der Jahres- und Halbjahresberichte durch die SIX

Die SIX prüft heute bei sämtlichen Jahresrechnungen und Halbjahresrechnungen, ob sie den Vorgaben des Kotierungsreglements entsprechen[414]. Es prüft dabei insbesondere die

---

409 Diese ergeben sich aus Ziff. 2.9.7 Schema B; Sanktionsbescheid vom 14. Februar 2007 (GBZ/RLE/V/07), E.21 ff.

410 Diese ergeben sich aus Ziff. 2.3.2 Schema C; Sanktionsbescheid der SIX vom 14. Februar 2007 (GBZ/RLE/V/07), E. 21.

411 Insbesondere Mietzinseinnahmen, Unterhaltskosten etc.

412 Kapitalisierungszinsfuss, Inflationsrate, zukünftige Zinsbelastung etc.

413 Vgl. Ziff. 2.7.7 Schema C.

Einhaltung der Rechnungslegungsstandards und schreitet ein, wenn diese nicht eingehalten werden, da eine Verletzung des anwendbaren Rechnungslegungsstandards auch eine Verletzung der Kotierungsvorschriften bzw. der Publikationsvorschriften darstellt[415]. Gemäss Art. 59 ff. KR kann die SIX in derartigen Situationen Sanktionen anordnen, die von einem Verweis über eine Busse bis zur Dekotierung reichen[416].

5. Die Anwendung der Vorschriften über die Ad hoc-Publizität auf Jahres- und Halbjahresabschlüsse sowie weitere Finanzzahlen

Jahres- und Halbjahresabschlüsse stellen Informationen dar, die der Ad hoc-Publizität unterliegen[417]. Dies gilt nicht nur für die Zahlen, die im Rahmen der Jahres- bzw. Halbjahresabschlüsse offengelegt werden, sondern auch für die Ausführungen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung im betreffenden Bericht, soweit diese kursrelevante Informationen enthalten, wie z.B. Angaben über die Entwicklung wesentlicher Projekte oder Prognosen für die zukünftige Entwicklung des Ertrages. Dies hat bezüglich der

414 Zum Enforcement Prozess Institute for Accounting, Controlling and Auditing, 2010, S. 3 ff.

415 Die SIX schreitet insbesondere auch ein, falls der Revisionsbericht Vorbehalte bezüglich der Einhaltung eines bestimmten Rechnungslegungsstandards enthält. Vgl. Rundschreiben Nr. 6 IFRS vom 30. November 2003. Vgl. die einzelnen Sanktionsentscheide: Entscheid der Sanktionskommission vom 26. November 2009 (SaKo/RLE/VII/09): Unrichtige Darstellung von Financial Instruments unter IFRS; Sanktionsbescheid der SIX (SB/RLE/V/09): Mehrfache Verletzung der Swiss GAAP FER; Sanktionsbescheid der SIX vom 24. April 2009 (SER/RLE/III/09): Unrichtige Erfassung von Abschreibungen und zu hoher Ausweis des Halbjahresergebnisses; Entscheid der Sanktionskommission vom 8. April 2009 (SaKo/RLE/I/09): Unrichtige Konsolidierung einer Tochtergesellschaft. Entscheid der Sanktionskommission vom 25. März 2009 (SaKo/RLE/II/08) E.1 ff.: Die Angaben über Finanzinstrumenten entsprachen nicht IFRS; Entscheid der Zulassungsstelle i.S. BKW vom 31. August 2005 (ZUL/RLE/VI/05): Stromhandelsverträge nicht als Finanzinstrumente erfasst; Entscheid der Zulassungsstelle i.S. BT&T Timelife vom 15. Februar 2005 (ZUL/RLE/I/05): Keine Offenlegung des Portfolios bei Investment Gesellschaft, Versäumnis der Frist; Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Cicorel vom 12. April 2005 (ZUL/RLE/III/05); Entscheid der Disziplinarkommission i.S. EG Laufenburg vom 16. August 2004 (DK/RLE/I/05): Terminkontakte nicht als Finanzinstrumente verbucht; Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Lonza vom 7. Januar 2005 (ZUL/RLE/IV/04): Unrichtige Darstellung des Impairments in der Segmentsberichterstattung; Entscheid der Disziplinarkommission i.S. Kühne + Nagel vom 29. Juni 2005 (DK/RLE/II/05): Ungenügende Segmentsberichtserstattung; Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Ascom Holding AG vom 29. Januar 2004 (ZUL/RLE/III/04): Inkorrekte Segmentsberichtserstattung; Entscheid der Disziplinarkommission i.S. Phoenix Mecano AG vom 28. Mai 2004 (DK/RLE/II/04): Verbuchung zurückgekaufter eigener Obligationen unter Liquidität; Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Von Roll Holding AG vom 11. März 2004 (ZUL/RLE/I/04): Ungenügende Halbjahresrechnung; Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Formula First Ltd. vom 27. November 2003: Falsche Verbuchung einer Akquisition; Entscheid der Zulassungsstelle vom 15. Oktober 2003 i.S. Jomed N.V.: Falsche Erfassung von Leasinggeschäften und fiktive Rechnungen; Entscheid der Disziplinarkommission i.S. Habsburg Holdings Ltd. (Dekotierung) vom 20. Juni 2003 (DK/RLE/I/03): kein Revisionsbericht; Entscheid der Zulassungsstelle vom 15. September 2003 i.S. EMTS: Einbuchung fiktiver Rechnungen; Entscheid der Disziplinarkommission i.S. CiCom SA vom 20. Juli 2003 (DK/RLE/III/03): Einbezug eines nicht geprüften Zwischenabschlusses einer Tochtergesellschaft in die Konsolidierung sowie Kompensation von Über- und Unterbewertung in der Position Liegenschaften; Entscheid der Zulassungsstelle vom 25. Juli 2003 i.S. SAir Group: Keine Offenlegung von Eventualverpflichtung und unrichtige Verbuchung von Beteiligungen; Entscheid der Zulassungsstelle vom 5. Juni 2003 i.S. Distefora Holding AG: Ungenügender Zwischenbericht; Entscheid der Zulassungsstelle vom 11. April 2003 i.S. ProgressNow Invest AG: Mangelhafter Zwischenbericht; Entscheid der Zulassungsstelle vom 11. März 2003 i.S. Swiss Life: Fahrlässige Fehlbuchungen, die zu überhöhtem Gewinnausweis führten; Entscheid der Zulassungsstelle vom 6. Dezember 2002 i.S. LEM Holding SA: Verletzung der Pflicht zur Segmentsberichterstattung; Entscheid der Zulassungsstelle vom 5. September 2003 i.S. CGN: Fehlender Zwischenbericht; Entscheid der Zulassungsstelle vom 11. April 2002 i.S. Swiss Life: Ungenügender Zwischenbericht; Entscheid der Zulassungsstelle vom 30. Oktober 2000 i.S. SIP: unrichtige Erfassung der Lagerbestände.

416 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. E.5. unten.

417 Entscheid der Sanktionskommission vom 30. Juli 2007 (SaKo/AHP/I/07), E. 2 und vom 28.10.2010 (SaKo/CA/III/10; Entscheid der Disziplinarkommission vom 24. März 2005 (DK/AHP/V/05), E.1 ff.; N 161 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

Veröffentlichung von Jahres- und Halbjahresabschlüsse folgende Konsequenzen:

- Jahres- bzw. Halbjahresabschlüsse müssen gemäss den Vorschriften über die Ad hoc-Publizität veröffentlicht werden. Dies bedeutet allerdings nicht, dass der gesamte Abschluss in einer Ad hoc-Mitteilung wiedergegeben werden muss. Die Ad hoc-Mitteilung kann sich auf die wichtigsten Eckdaten des entsprechenden Abschlusses[418] sowie eine Zusammenfassung der weiteren kursrelevanten Informationen beschränken, die Verwaltungsrat und Geschäftsleitung im Rahmen des betreffenden Jahres- bzw. Halbjahresberichtes abgeben. Im Übrigen kann sie auf die Webseite verweisen, auf der der betreffende Abschluss im vollen Wortlaut veröffentlicht wird[419]. Der Verweis auf die Publikation auf der Webseite setzt allerdings voraus, dass der entsprechende Bericht tatsächlich gleichzeitig mit der Medienmitteilung auf diese Webseite aufgeschaltet wird, da der Verweis sonst ins Leere geht und die Empfänger der Mitteilung nicht die vollständige Information erhalten[420].

- Bei der Informationsvermittlung ist auf strikte Gleichbehandlung der Empfänger zu achten[421]. Dementsprechend dürfen Jahres- und Halbjahresberichte bzw. die darin enthaltenen Daten nicht einzelnen Journalisten oder Analysten bzw. einzelnen Grossaktionären vor der Veröffentlichung der Ad hoc-Mitteilung offengelegt werden[422].

- Medienkonferenzen über Jahres- und Halbjahresabschlüsse dürfen erst durchgeführt werden, nachdem die entsprechende Ad hoc-Mitteilung veröffentlicht worden ist. Würde die Medienkonferenz vor der Ad hoc-Publikation durchgeführt, so würde dies zu einer selektiven Information der Marktteilnehmern führen, die an der betreffenden Konferenz teilnehmen, womit der Grundsatz der Gleichbehandlung verletzt würde[423].

- Falls es zu einem Leck kommt und einzelne Marktteilnehmer die Jahres- oder Halbjahresabschlüsse bzw. die wesentlichen Eckdaten vor den übrigen Marktteilnehmern erhalten, so muss die Gesellschaft unverzüglich sämtliche Marktteilnehmer durch eine Ad hoc-Mitteilung in gleicher Weise orientieren[424].

- Stehen die Jahres- oder Halbjahreszahlen einmal fest und zeigen diese eine starke Veränderung von den Vorjahreszahlen, so müssen sie unverzüglich nach definiti-

---

418 Im Allgemeinen handelt es sich dabei um Umsatz, EBITDA, EBIT und Gewinn.

419 Entscheid der Sanktionskommission vom 26. November 2009 (SaKo/AHP/II/09), E.18ff.

420 Entscheid der Sanktionskommission vom 25. März 2009 (SaKo/RLE/II/08), E.6 ff.

421 Dazu im Einzelnen Ziff. E.2.5.3.

422 Vgl. Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Logitech International S.A. (AhP Fall Nr. 3); Entscheid der Zulassungsstelle vom 24. März 2005 (ZUL/AHP/V/05), E.2 ff.

423 Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Charles Vögele Holding (AhP Fall Nr. 2); Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Gretag Imaging Holding AG (AhP Fall Nr. 1); Entscheid der Zulassungsstelle vom 24. März 2005 (ZUL/AHP/V/05), E. 2 ff.

424 Dazu im Einzelnen Ziff. E. 2.7.3. hinten.

ver Feststellung durch den Verwaltungsrat im Sinne einer Ad hoc-Mitteilung veröffentlicht werden; ein Aufschub bis zu einem "offiziellen Veröffentlichungsdatum" bzw. bis zu der in der im Informationskalender der betreffenden Gesellschaft langfristig angekündeten Bilanzmedienkonferenz ist in diesen Fällen nicht möglich, da das Unternehmen im Normalfall keine legitimen Interessen hat, die Veröffentlichung im Sinne von Art. 54 KR bis zu diesem Zeitpunkt aufzuschieben[425]. Ein Aufschub der Veröffentlichung ist aber immerhin dann möglich, wenn entsprechende Abweichungen eine Sanierung notwendig machen und deshalb die Veröffentlichung aufgeschoben wird, bis die Sanierungsmassnahmen ausgearbeitet sind und ebenfalls veröffentlicht werden können[426].

Die oben erwähnten Grundsätze gelten auch für andere Finanzzahlen, wie insbesondere Monats- oder Quartalsabschlüsse sowie die Veröffentlichung des Net Asset Value bei Investmentgesellschaften[427]. Der Umstand, dass Quartals- und Monatsabschlüsse den Vorschriften über die Ad hoc-Publizität unterstehen, führt allerdings nicht dazu, dass diese bekannt gegeben werden müssen, da Art. 49 KR grundsätzlich nur die Publikation der Jahres- und Halbjahresabschlüsse verlangt[428]. Die Unterstellung unter die Vorschriften über die Ad hoc-Publizität führt aber dazu, dass derartige Informationen nur unter Beachtung der Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer veröffentlicht werden dürfen, falls sich ein kotiertes Unternehmen dazu entschliesst, sie zu veröffentlichen[429]. Überdies zwingen diese Vorschriften ein Unternehmen auch dazu, sämtliche Marktteilnehmer zu orientieren, wenn einzelne Marktteilnehmer wegen eines Lecks einen Quartals- oder Monatsabschluss erhalten[430].

6. Medienkonferenzen und Medienmitteilung betreffend Jahres- und Halbjahresabschlüsse

Normalerweise stellen kotierte Gesellschaften die wesentlichen Zahlen ihrer Jahres- oder Halbjahresabschlüsse in einer Medienkonferenz vor, bei der die Geschäftsleitung und der Verwaltungsrat die erzielten Ergebnisse erläutern und die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens sowie auch seine Aussichten[431] kommentieren.

---

425 Vgl. Entscheid der Zulassungsstelle i.S. PubliGroupe SA (AhP Fall Nr. 4).

426 Dazu im Einzelnen: Ziff. 2.7.1 hinten.

427 Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. Januar 2007 (ZUL/AHP/IV/06), E.10 f. und 18 ff.; Entscheid der Disziplinarkommission i.S. Swiss International Airlines AG vom 30. Juli 2004 (DK/AHP/I/04).

428 Eine Ausnahme bilden die "jungen Unternehmen", die gemäss Art. 3 Ziff. 3 Richtlinie Track Record kotiert werden, ohne dass sie bereits drei Jahre existieren und deshalb bis zum 3. Jahr Quartalsabschlüsse veröffentlichen müssen. Dazu im Einzelnen Ziff. B.1.1.2.2. vorne.

429 Derartige Finanzdaten dürfen daher nicht selektiv einzelnen Journalisten, Analysten oder Grossaktionären bekannt gegeben werden.

430 Dazu im Einzelnen Ziff. E.2.7.3. hinten.

431 Anleger und Analysten erwarten heute bei diesen Medienkonferenzen immer Prognosen oder mindestens eine "Guidance" für die Gewinnentwicklung der nächsten Jahre (dazu Ziff. E.2.2. hinten).

Die Verpflichtung, die wichtigsten Informationen bereits vor der Medienkonferenz im Rahmen einer Ad hoc-Mitteilung zu veröffentlichen, führt dazu, dass die Jahres- bzw. Halbjahresmedienkonferenzen kotierter Unternehmen an Bedeutung verlieren. Da alle wesentlichen Informationen schon vor der Medienkonferenz bekannt sind und es die Vorschriften über die Ad hoc-Publizität auch verbieten, kursrelevante Informationen erst an einer Medienkonferenz vorzubringen[432], muss sich das Unternehmen in der Medienkonferenz darauf beschränken, die bereits bekannten Tatsachen zu erläutern und zu vertiefen.

Sollte ein Unternehmen im Rahmen eines Jahres- oder Halbjahresberichtes Informationen oder Daten abgeben, die für den durchschnittlichen Adressaten nur mit vertiefter mündlicher Erläuterungen verständlich sind und daher nicht allein in einer Ad hoc-Mitteilung dargestellt werden können, kann der Handel bis zur Beendigung der Medienkonferenz und der Veröffentlichung einer Ad hoc-Mitteilung sistiert werden. Da das Regulatory Board bezüglich Sistierungen äusserst restriktiv ist, kann dieses Vorgehen nur in Ausnahmesituationen gewählt werden, z.B. wenn umfangreiche Projekte[433] oder unerwartete und massive Veränderung der Bilanz[434] bekannt gegeben werden.

---

432 Vgl. Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Charles Vögele Holding (AhP Fall Nr. 2; Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Gretag Imaging Holding AG (AhP Fall Nr. 1).

433 Z.B. Fusionen oder grosse Übernahmen.

434 Z.B. plötzliche Überschuldung wegen hohen Impairment-Abschreibungen.

B. Ad hoc-Publizität

- *Kotierte Unternehmen müssen die Anleger über alle neuen Tatsachen informieren, die im Tätigkeitsbereich des Unternehmens eingetreten und nicht öffentlich bekannt sind, sofern diese Tatsachen kursrelevant sind, d.h. wesentliche Auswirkungen auf die Ertrags- und Finanzlage des betreffenden Unternehmens haben und deshalb zu einer erheblichen Kursveränderung führen können. Die Vorschriften über die Ad hoc-Publizität zwingen Unternehmen, insbesondere wesentliche Strukturänderungen durch Fusionen, Akquisitionen, Devestitionen oder tiefgreifende Reorganisationen sowie auch Veränderungen in Geschäftsleitung und Verwaltungsrat, bekannt zu geben. Zusätzlich sind aber auch finanzielle Probleme wie Zahlungseinstellung, Unterbilanz oder Überschuldung (Art. 725 OR) sowie andere ausserordentliche Vorfälle, die wesentliche Auswirkungen auf Gewinn oder Eigenkapital haben, offenzulegen. Veränderungen in der Ertragslage müssen nur dann im Sinne einer "Gewinnwarnung" offengelegt werden, wenn das Unternehmen vorher selber Prognosen veröffentlicht hat und klare Anzeichen dafür bestehen, dass es diese nicht erreichen wird oder wenn sich die Ertragslage unerwartet und massiv verändert, sodass ein eigentlicher "Gewinnzusammenbruch" vorliegt.*

- *Die Veröffentlichung von Ad hoc-Mitteilungen kann aufgeschoben werden, wenn die neue Tatsache auf einem Plan oder Entschluss des Unternehmens beruht und die Verbreitung der Tatsache geeignet ist, das berechtigte Interesse des Unternehmens zu beeinträchtigen; in diesem Sinne können insbesondere Vorbereitung und Durchführung grösserer Transaktionen sowie Sanierungskonzepte bis zur Durchführung der betreffenden Transaktion bzw. Sanierung geheim gehalten werden. Ein Aufschub ist aber nur möglich, wenn die Tatsache tatsächlich geheim gehalten wird; entsteht ein Informationsleck, so ist die betreffende Information unverzüglich zu veröffentlichen.*

- *Ad hoc-Mitteilungen müssen, wenn immer möglich, ausserhalb der Börsenzeiten veröffentlicht werden, wobei strikt auf die Gleichbehandlung der Aktionäre zu achten ist.*

Das Kotierungsreglement der Schweizer Börse schreibt nicht nur die periodische Berichterstattung im Rahmen von Jahres- und Halbjahresberichten vor, sondern sieht in Art. 53 KR auch vor, dass kotierte Unternehmen die Anleger über alle neuen Tatsachen informieren müssen, die im Tätigkeitsbereich des Unternehmens eingetreten und nicht öffentlich bekannt sind, sofern diese Tatsachen kursrelevant sind, d.h. wesentliche Auswirkungen auf die Ertrags- und Finanzlage des betreffenden Unternehmens haben und deshalb zu einer erhebliche Kursveränderung führen können.

1. Die Publizitätspflicht

Eine Information fällt unter die Ad hoc-Publizitätspflicht, wenn die folgenden Voraussetzungen erfüllt sind:

1.1 Es muss sich um eine Tatsache handeln

Eine Tatsache ist ein Ereignis, das real existiert, wie beispielsweise der Brand einer Fabrik, die Einreichung einer Klage oder der Abschluss eines Vertrages. Interne Planungen, Prognosen, Ideen und Absichten, die noch nicht umgesetzt worden sind, sind dagegen keine Tatsachen und können damit von vornherein keine Ad hoc-Publizitätspflicht auslösen[435]. Handlungen, die zur Verwirklichung von Plänen, Ideen und Absichten vorgenommen werden, können allerdings Tatsachen darstellen; Verhandlungen mit Gegenparteien und auch der Abschluss von Absichtserklärungen werden nach der heutigen Praxis in diesem Sinne als Tatsachen betrachtet. Bei diesen Tatsachen ist allerdings gemäss Art. 54 KR im Normalfall ohne weiteres einen Aufschub der Bekanntgabe möglich[436].

Nach der Praxis der SIX gilt aber auch eine von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat beschlossene Strategie als Tatsache[437]. Ein interner Plan wird dann zur bekanntgabepflichtigen Strategie, wenn ihn der Verwaltungsrat bzw. die Geschäftsleitung zum verbindlichen Ziel erklärt und er damit zur Vorgabe für die weitere Tätigkeit und Ausrichtung des Unternehmens wird. Da Strategien allerdings von Konkurrenten durchkreuzt werden können, wenn sie bekannt gegebenen werden, ist bei diesen Tatsachen gemäss Art. 54 KR ein Aufschub bzw. ein Verzicht auf eine Bekanntgabe möglich[438]. Die Unterstellung von Strategien unter die Ad hoc-Bekanntgabepflicht hat daher vor allem die Konsequenz, dass Unternehmensstrategien nicht selektiv bekannt gegeben werden dürfen, d.h. sie müssen entweder umfassend geheim gehalten oder aber im Sinne einer Ad hoc-Mitteilung allen Anlegern bekannt gemacht werden. Sie dürfen jedoch nicht nur den Grossaktionären offengelegt oder an einer Analystenkonferenz dargestellt werden.

1.2 Das Unternehmen muss gesicherte Kenntnis von der Tatsache haben

Eine Publikationspflicht entsteht, wenn Geschäftsleitung oder Verwaltungsrat der Gesellschaft die betreffende Tatsache in allen wesentlichen Punkten kennt[439]. Ein blosses Gerücht oder die Möglichkeit, dass eine Tatsache eingetreten ist[440], löst daher die Ad hoc-Publizitätspflicht noch nicht aus; die Gesellschaft ist auch nicht verpflichtet, zu Gerüchten Stellung zu nehmen[441]. Die Organe der Gesellschaft sind bei Situationen, in denen unklar ist, ob eine bestimmte kursrelevante Tatsache bereits eingetreten ist, im Rahmen ihrer Sorgfaltspflicht aber verpflichtet, die notwendigen Abklärungen vorzunehmen, um sichere Kenntnis zu erlangen; die Beschaffung derartiger Informationen ist Teil einer sorgfältigen Geschäftsführung. Die Sorgfaltspflicht im Sinne von Art. 717

---

435 N 27 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX; Entscheid der Disziplinarkommission vom 15. Mai 2002 (DK/AHP/I/02); Entscheid vom 30. Juli 2004 (DK/AHP/I/04) – im Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle vom 1. November 2004 (ZUL/AHP/II/04) wurde Tatsache wie folgt definiert: *"Ein Ereignis oder ein Zustand der Gegenwart bzw. der Vergangenheit, der dem Beweis zugänglich ist, wird als Tatsache qualifiziert"*.

436 Vgl. dazu Ziff. E.2.7. hinten.

437 Entscheid der Disziplinarkommission vom 15. Mai 2002 (DK/AHP/I/02).

438 Vgl. dazu Ziff. E.2.7. hinten.

439 Entscheid der Sanktionskommission vom 31. November 2007 (SaKo/AHP/IV/07), E.2.

440 Z.B. das Gerücht, dass eine Behörde ein Untersuchungsverfahren wegen Rechtsverstössen eingeleitet hat; Entscheid der Disziplinarkommission vom 15. Mai 2002 (DK/AHP/I/02) und vom 30. Juli 2004 (DK/AHP/I/04).

441 N 30 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

Abs. 2 OR verpflichtet den Verwaltungsrat ganz allgemein dazu, die Informationsflüsse innerhalb der Gesellschaft so zu organisieren, dass er von meldepflichtigen Tatsachen Kenntnis erhält und das Unternehmen dementsprechend seine Meldepflicht erfüllen kann. Gelangt das Wissen um wesentliche Tatsachen wegen Fehler der Organisation nicht oder nur mit grosser Verspätung an die Organe, so liegt ein Organisationsverschulden vor, das eine Verletzung von Art. 53 KR darstellt[442].

Sobald sich die Kenntnis über die betreffende Tatsache so weit erhärtet hat, dass die Organe von deren Richtigkeit überzeugt sind bzw. bei vernünftiger Würdigung der Tatsachen überzeugt sein müssten, ist das Unternehmen zur Bekanntgabe verpflichtet[443]. Bei komplexen Ereignissen, wie z.B. bei Unternehmenskäufen, Übernahmeverhandlungen oder schweren Unglücksfällen kann aber nicht zugewartet werden, bis dem Verwaltungsrat alle Elemente und Auswirkungen des betreffenden Ereignisses bekannt sind; in diesen Fällen drängt sich ein stufenweises Vorgehen vor, bei dem zunächst über Grundlagen informiert wird und später eine zweite Information über die Konkretisierung des betreffenden Ereignisses erfolgt[444]. Bei Verhandlungen über eine Übernahme kann in diesem Sinne beispielsweise zunächst über die Tatsache informiert werden, dass Verhandlungen geführt werden, während die bei den Verhandlungen erzielten Ergebnisse erst später mitgeteilt werden. Bei einem Brand einer Fabrik dagegen sollte in einer ersten Mitteilung sofort nach dem Brand über die Tatsache des Brandes orientiert werden, nach den entsprechenden Ermittlungen ist dann über Schadenshöhe und Versicherungsdeckung zu orientieren.

1.3 Eintritt der Tatsache im eigenen Tätigkeitsbereich des Unternehmens

Nur Tatsachen, die im Unternehmen selbst eingetreten sind, sind im Rahmen der Ad hoc-Publizität publizitätspflichtig; Handlungen von Konkurrenten, Änderungen der volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen oder Aussagen von Dritten über die Produkte der Gesellschaft sowie Analystenberichte sind dagegen nicht publizitätspflichtig[445]. Eine Ausnahme bilden allerdings Tatsachen, die zwar ausserhalb des Unternehmens eingetreten sind, beim Unternehmen aber direkte Folgen auslösen, die als Tatsache betrachtet werden müssen. In diese Kategorie fallen beispielsweise Entscheide von Gerichten und Behörden, die das Unternehmen direkt betreffen oder auch Entscheide von Vertragspartnern, die z.B. einen Vertrag mit dem Unternehmen auflösen oder eine Klage gegen das Unternehmen einleiten[446]. Diese Ereignisse haben ihren Ursprung zwar ausserhalb des Unternehmens, haben aber direkte betriebliche und finanzielle Konsequen-

442 N 99 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

443 Art. 5 Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX; N 93 ff. Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität; SaKo 2009/AHP/NP/II/08 und vom 18. Dezember 2009 SaKo 2009/AHP/III/09.

444 N 37 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

445 N 40 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

446 Entscheid der Zulassungsstelle vom 4. September 2006 (ZUL/AHP/II/06), E.14: Überschuldung und Sanierungsbedarf eines wichtigen Vertragspartners.

zen für das Unternehmen und damit als Tatsachen zu werten sind und zur Publikationspflicht führen[447].

1.4 Die Tatsache muss neu und dem Publikum nicht bekannt sein

Eine Tatsache, die bereits öffentlich bekannt ist, weil sie z.B. im Geschäftsbericht veröffentlicht worden ist oder auch an der Bilanzmedienkonferenz mitgeteilt worden ist, muss nicht im Rahmen der Ad hoc-Publizität noch einmal offengelegt werden. Dies gilt auch dann, wenn den betreffenden Tatsachen aufgrund veränderter Umstände in einem späteren Zeitpunkt eine erhöhte Bedeutung zukommen sollte[448].

Ist eine Tatsache allerdings nur deshalb öffentlich bekannt, weil Medien oder Analysten über diese Tatsache berichtet haben, so entbindet dies das Unternehmen nicht von der Pflicht, selbst eine Ad hoc-Mitteilung zu dieser Tatsache zu publizieren[449]. Das betroffene Unternehmen muss diese Information auch noch selbst publizieren, da die Anleger erst dann Sicherheit über diese Tatsache erhalten, wenn das Unternehmen selbst diese bestätigt hat[450].

Entdeckt ein Unternehmen, das im Rahmen einer Ad hoc-Publikation einen bestimmten Sachverhalt offengelegt hat, später aufgrund vertiefter Abklärungen weitere Einzelheiten zu dieser Tatsache, so müssen diese nicht separat veröffentlicht werden, sofern diese neuen Tatsachen nicht für sich allein betrachtet schon kursrelevant sind. In diesem Sinne entschied die Sanktionskommission, dass eine Gesellschaft, die in einer Ad hoc-Mitteilung einen grösseren Stellenabbau bekanntgegeben hatte, später nicht noch Einzelheiten über die Durchführung dieses Stellenabbaus bekannt geben und keine genauen Zahlen über den Personalabbau veröffentlichen muss, wenn der tatsächliche Abbau in dem in der Ad hoc-Publikation mitgeteilten Rahmen liegt[451]. Allerdings müssen später entdeckte Einzelheiten dann bekanntgegeben werden, wenn sie von der früheren Ad hoc-Mitteilung abweichen und für sich allein betrachtet wieder als kursrelevant erscheinen – dies wäre z.B. der Fall, wenn die Zahl der entlassenen Mitarbeiter wesentlich höher ist, als die in der ursprünglichen Ad hoc-Mitteilung bekannt gegebene Zahl.

1.5 Die Tatsache muss kursrelevant sein

Im Rahmen der Ad hoc-Meldepflicht müssen nur Tatsachen offengelegt werden, die kursrelevant sind; gemäss Art. 53 Abs. 1 KR gilt eine Tatsache als kursrelevant, wenn sie geeignet ist, zu einer erheblichen Änderung der Kurse zu führen[452]. Die SIX hat die

---

447 N 41 ff. Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

448 Die Tatsache, dass ein Unternehmensteil Verluste erzielt, hat z.B. bei einem sonst florierenden Unternehmen wesentlich weniger Bedeutung als bei einem Unternehmen, dessen übrige Bereiche keine oder nur sehr geringe Gewinne erzielen.

449 N 48 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX; Entscheid der Disziplinarkommission vom 22. Juli 2002 (DK/AHP/II/02).

450 In dieser Ad hoc-Mitteilung muss allerdings nicht auf Analysten- oder Medienmitteilungen Bezug genommen werden. Es genügt, wenn die entsprechende Tatsache dargestellt wird.

451 N 49 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX; SaKo 2009/AHP/I/09.

452 Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. März 2005 (ZUL/AHP/IV/05), E.11.

Frage, wann eine bestimmte Kursbewegung erheblich ist, bewusst offen gelassen und keinen entsprechenden Prozentsatz definiert[453]. Meines Erachtens bemisst sich diese Grenze an den normalen Tagesschwankungen der Aktien der betreffenden Gesellschaft; eine Kursveränderung, die klar über der normalen Schwankungsbreite liegt, muss dementsprechend als erheblich betrachtet werden[454]. Dies führt dazu, dass die Grenze der Erheblichkeit je nach Unternehmen und normaler Volatilität seiner Aktien zwischen zwei und fünf Prozent liegt.

Nicht nur die Bestimmung des Grenzwertes ist problematisch, sondern vor allem auch die Frage, ob der Grenzwert durch eine Bekanntgabe der betreffenden Tatsache erreicht wird, da die Gesellschaft diese Frage ja auf einer rein hypothetischen Basis beurteilen muss; die tatsächliche Kursbewegung zeigt sich erst nach einer Veröffentlichung[455]. In diesem Sinne muss sich ein Unternehmen die Frage stellen, ob die betreffende Tatsachen einen durchschnittlichen fachkundigen Marktteilnehmer bei seinem Entscheid, Beteiligungspapiere einer bestimmten Gesellschaft zu kaufen oder zu verkaufen, beeinflussen würde[456] bzw. ob ein derartiger Marktteilnehmer nach Bekanntgabe der betreffenden Tatsache nur bereit wäre, die Aktien zu einem höheren Preis zu verkaufen bzw. bei einer negativen Tatsache zu einem tieferen Preis zu kaufen. Das einzige Hilfsmittel, welches Gesellschaften bei dieser Beurteilung haben, ist der Vergleich mit Kursbewegungen, die ähnliche Mitteilungen bei anderen kotierten Gesellschaften ausgelöst haben[457]. Gemäss dem Wortlaut von Art. 53 KR, der darauf abstellt, ob eine Tatsache "geeignet" ist, eine erhebliche Veränderung des Kurses herbeizuführen, ist es allerdings nicht relevant ob und wie sich die Publikation der betreffenden Information tatsächlich auf den Kurs auswirkt[458].

Die Schwelle der Publikationspflicht wird zum Teil aber auch durch das Verhalten der Gesellschaft selbst beeinflusst; meldet eine Gesellschaft spontan alle relativ kleinen positiven Ereignisse, so würde es Treu und Glauben widersprechen, wenn sie bei negativen Ereignissen, die eine ähnliche Tragweite aufweisen, zum Schluss kommt, dass keine Ad hoc-Publizitätspflicht vorliegt. Dementsprechend muss eine kotierte Gesellschaft die Ad hoc-Publizitätspflicht unangenehmer Tatsachen immer auch in den Kontext ihrer übrigen Publizitätstätigkeit stellen.

---

453 N 24 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX; so ausdrücklich der Entscheid der Zulassungsstelle vom 1. November 2004 (ZUL/AHP/IV/04).

454 Zur gleichen Grössenordnung dürfte auch die zum Teil in der Literatur verwendete Formel führen, dass eine Tatsache dann von erheblicher Kursrelevanz ist, wenn ein durchschnittlicher Investor aufgrund dieser Tatsache einen Investitionsentscheid fällen würde. Ein rational handelnder Investor macht Tatsachen, deren Auswirkungen in den normalen Marktschwankungen untergehen, aber nicht zur Basis eines Transaktionsentscheides. Um eine Transaktion zu rechtfertigen, muss die zu erwartende Kursveränderung vielmehr über die normalen Tagesschwankungen hinausgehen.

455 Vgl. Entscheid der Disziplinarkommission vom 15. Mai 2002 (DK/AHP/I/02), E.2.2.

456 N 86 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

457 Zum Teil existieren in diesem Bereich auch empirische Untersuchungen, die sich allerdings nicht auf den Schweizer Markt beziehen.

458 N 89 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX; Entscheid der Disziplinarkommission vom 15. Mai 2002 (DK/AHP/I/02); Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle vom 1. November 2004 (ZUL/AHP/II/04), vom 23. März 2005 (ZUL/AHP/I/05) und vom 23. Januar 2007 (ZUL/AHP/IV/06); Entscheid der Sanktionskommission vom 13. November 2007 (SaKo/AHP/IV/07).

2. Beispiele publikationspflichtiger Tatsachen

Gemäss Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX[459] und der Praxis der SIX sind insbesondere folgende Tatsachen offenzulegen:

- **Strukturänderungen** durch Fusionen, Akquisitionen oder Desinvestitionen wesentlicher Tochtergesellschaften oder Unternehmensbestandteile, die erhebliche Auswirkungen auf das Gesamtunternehmen haben; Akquisitionen und Desinvestitionen von untergeordneten Tochtergesellschaften, Unternehmensteilen oder einzelnen Aktiven, die keine wesentlichen Auswirkungen auf die Gesamtsituation des Unternehmens haben, weil sie nur geringe Auswirkungen auf Umsatz, Ertrag oder Eigenkapital haben, lösen dagegen keine Ad hoc-Bekanntgabepflicht aus. Führt ein Unternehmen eine Transaktion durch, so wird die Ad hoc-Publikationspflicht allerdings nicht erst durch den Abschluss des entsprechenden Vertrages, sondern schon durch die Einleitung von Verhandlungen oder den Abschluss einer unverbindlichen Absichtserklärung ausgelöst, da bereits diese Tatsachen als kursrelevant betrachtet werden[460].

- **Wesentliche Restrukturierungen und Reorganisationen**, bei denen die Geschäftstätigkeit in grösserem Umfang reduziert oder verändert wird[461];

- **Kapitalveränderungen durch Kapitalerhöhungen**[462] oder -herabsetzungen[463] sowie Aktienrückkäufe von wesentlichem Umfang;

- **Wesentliche Veränderungen in der Aktienstruktur** wie z.B. die Änderung der Vinkulierungspraxis, die Schaffung von Einheitsaktien oder die Abschaffung von Partizipationsscheinen[464];

---

459 Rz. 3 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX; die Sanktionskommission der SIX geht davon aus, dass die in diesem Kommentar der SIX erwähnten Beispiele immer meldepflichtig sind, d.h. in jedem Fall als kursrelevant betrachtet werden müssen. Entscheid der Sanktionskommission vom 13. November 2007 (SaKo/AHP/IV/07), E.5. Im konkreten Fall ging die Sanktionskommission davon aus, dass ein Wechsel in der Geschäftsleitung wegen der Erwähnung in Rz. 3 N 15 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX, in jedem Fall meldepflichtig ist, obwohl die Umbesetzung der in der Geschäftsleitung für HR verantwortlichen Person erfahrungsgemäss nie zu einer erheblichen Kursveränderung führt.

460 N 54 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität.

461 Vgl. Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Swiss International Airlines (AhP Fall Nr. 6): Reduktion der Flugzeuge um 20 Maschinen und der Arbeitnehmer um 700 Personen; Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Banque Cantonale Vaudoise (AhP Fall Nr. 5): Umstrukturierung mit Entlassung verschiedener Geschäftsmitglieder.

462 Ad hoc publizitätspflichtig ist nicht nur der Beschluss des Verwaltungsrats, selbst eine Kapitalerhöhung aufgrund eines autorisierten Kapitals selbst vorzunehmen. Plant der Verwaltungsrat eine ordentliche Kapitalerhöhung, ist der Beschluss über den entsprechenden Antrag ebenfalls schon kursrelevant, weshalb dieser Antrag vor dem Versand der Einladung zur Generalversammlung im Rahmen einer Ad hoc-Publikation bekannt gegeben werden muss; vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 18. Dezember 2009 (SaKo/2009/MT/II/09), E.5 ff.

463 Bei Schweizer Gesellschaften werden Kapitalherabsetzungen durch die Einladung zur entsprechenden Generalversammlung bekannt gemacht. Die Tatsache, dass der Verwaltungsrat zu diesem Zweck eine Generalversammlung einberuft bzw. dieses Traktandum auf die Traktandenliste einer Generalversammlung setzt, muss aber vor dem Versand der entsprechenden Einladung durch eine Ad hoc-Publikation offen gelegt werden.

464 Die Schaffung von Einheitsaktien oder die Abschaffung von Partizipationsscheinen werden bei schweizerischen Gesellschaften durch die Publikation der betreffenden Generalversammlungseinladung dem Publikum mitgeteilt. Der Umstand, dass der Verwaltungsrat eine entsprechende Generalversammlung einberuft bzw. ein entsprechendes

Fortzsetzung auf nächster Seite

– **Einstellung oder drastische Reduktion der Dividende**; da bei schweizerischen Gesellschaften die Dividende von der Generalversammlung festgelegt wird, wird der Antrag des Verwaltungsrats mit der Publikation der Einladung offengelegt. Auch hier gilt, dass der entsprechende Antrag des Verwaltungsrats wegen seiner Bedeutung vorgängig in der Form einer Ad hoc-Publikation bekannt gemacht werden muss.

– **Zahlungseinstellung sowie Unterbilanz und Überschuldung** im Sinne von Art. 725 OR, oder die Verletzung von Covenants in Kreditverträgen[465].

– **Wesentliche Veränderungen der Geschäftstätigkeit** durch Aufgabe eines Hauptgeschäftsfeldes, die Änderung der wirtschaftlichen Ausrichtung des Unternehmens oder der Abschluss strategischer Allianzen; Zu den wesentlichen Veränderungen der Geschäftstätigkeit gehört nach der Praxis auch eine Änderung in der Unternehmensstrategie[466];

– **Bedeutende Verschiebungen der Aktionärsstruktur:** Obwohl die betreffenden Aktionäre gemäss Art. 20 BEHG selbst eine Mitteilung veröffentlichen müssen, wenn ihre Beteiligung einen der in dieser Bestimmung erwähnten Grenzwerte über- oder unterschreitet, muss auch die Gesellschaft eine Ad hoc-Mitteilung machen, wenn die Änderung Aktionäre betrifft, die einen massgebenden Einfluss auf die Willensbildung der Gesellschaft ausüben, z.B. weil sie jeweils die Mehrheit in der Generalversammlung bilden oder im Verwaltungsrat vertreten sind[467].

– **Grosse Schadensfälle, Haftpflichtfälle, Prozesse oder regulatorische Verfahren**[468] sowie Probleme von Vertragspartnern[469], welche die finanzielle Grundlage des Unternehmens tangieren, einschliesslich Risikopositionen in Bilanzen, die zu Verlusten führen können[470]; Zu den meldepflichtigen regulatorischen Verfahren zählen auch Sanktionsverfahren der SIX wegen Verletzung von Informationspflichten oder anderen Kotierungsvorschriften[471].

– **Einschneidende Veränderungen der Marktposition** des Unternehmens durch aussergewöhnliche Vorfälle wie z.B. das Verbot von wesentlichen Produkten in

---

Traktandum auf die Traktandenliste einer Generalversammlung setzt, muss aber vor der Publikation der Einladung in der für Ad Hoc-Publikationen vorgesehenen Form offengelegt werden.

465 Entscheid der Sanktionskommission vom 15. Dezember 2009 (SaKo/2009/AHP I/09), E.A.2.

466 Vgl. Entscheid der Disziplinarkommission vom 15. Mai 2002 (DK/AHP/I/02); Radikale Umstellung von Softwarevertrieb und Entwicklung.

467 Entscheid der Sanktionskommission vom 19. November 2007 (SaKo/AHP/III/07); N 56 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

468 Entscheid der Sanktionskommission vom 19. November 2007 (SaKo/AHP/III/07), E.4.

469 Entscheid der Zulassungsstelle vom 4. September 2006 (ZUL/AHP/II/06), E.1 ff.

470 Entscheid der Sanktionskommission vom 26. November 2009 (SaKo/AHP/II/09), E.3 ff.

471 Institute for Accounting, Controlling and Auditing, 2010, S. 20, wo nachgewiesen wird, dass die Kursveränderungen, die durch Veröffentlichungen von Sanktionen ausgelöst werden, im Normalfall als erheblich betrachtet werden müssen.

bestimmten Ländern oder der Rückruf einer grossen Anzahl von Produkten wegen Mängeln;

– **Grosse Aufträge von Kunden**, welche einen signifikanten Einfluss auf Umsatz und Ertrag des Unternehmens haben[472]; In gleicher Weise ist natürlich auch der Verlust von Aufträgen zu publizieren, wenn die Akquisition des betreffenden Auftrages vorgängig im Rahmen einer Ad Hoc-Mitteilung mitgeteilt worden ist oder Teil des früher bekannt gegebenen Auftragsvolumens war und dieses signifikant verändert;

– **Personelle Veränderungen in** Verwaltungsrat[473], Geschäftsleitung[474] oder Revisionsstelle; Soweit die Veränderung auf einem Beschluss des Verwaltungsrats zurückzuführen ist, muss die Ad hoc-Mitteilung unmittelbar nach dem entsprechenden Beschluss veröffentlicht werden[475]; Beschliesst der Verwaltungsrat, ein bisheriges Mitglied des Verwaltungsrats bei der nächsten Generalversammlung nicht mehr zur Wahl vorzuschlagen oder die Wahl eines zusätzlichen Verwaltungsratsmitgliedes zu beantragen, so muss dies ebenfalls im Anschluss an diesen Beschluss bekannt gegeben werden[476].

– **Jahres- und Halbjahresabschlüsse** stellen immer kursrelevante Informationen dar[477]. Auch die Tatsache, dass Buchungs- oder Bewertungsprobleme zu einer Verschiebung der Publikation eines Jahres- oder Halbjahresabschlusses führen, ist aber eine kursrelevante Tatsache, da die Bekanntgabe derartiger Probleme auf Probleme des Unternehmens hinweist, die meist zu einem Kursrückgang führen[478].

– **Neue Strategien**, die Verwaltungsrat oder Geschäftsleitung verbindlich beschliessen, stellen ebenfalls kursrelevante Tatsachen dar[479]. Die Bekanntgabe von Strategien kann allerdings gemäss Art. 54 KR zeitlich unbegrenzt aufgeschoben werden, da die Bekanntgabe dazu führen kann, dass Konkurrenzunternehmen Gegenmassnahmen treffen und so das betroffene Unternehmen schädigen. Die Unterstellung von Strategien unter die Bekanntgabepflicht führt letztlich dazu, dass es einer Gesellschaft nicht erlaubt ist, die Strategie einzelnen Marktteilnehmern, wie z.B. Grossaktionären oder Analysten, selektiv mitzuteilen – wenn ein Unternehmen ei-

---

472 Vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 30. Juli 2007 (SaKo/AHP/II/07).

473 Entscheid der Sanktionskommission vom 18. Dezember 2009 (SaKo/MT/III/09), E.5 f.

474 Jeder Wechsel in der Geschäftsleitung (einschliesslich HR Funktion) gilt als Ad hoc pflichtig, selbst wenn der Wechsel in einzelnen Positionen in der Praxis kaum eine Auswirkung auf die Kurse hat; Entscheid der Sanktionskommission vom 31. Januar 2008 (SaKo/AHP/VI/07), E.6; Entscheid der Sanktionskommission vom 13. November 2007 (SaKo/AHP/IV/07), E.1 f.

475 Ein Aufschub im Sinne von Art. 54 KR ist bis zur Mitteilung an die betroffene Person möglich.

476 Entscheid der Sanktionskommission vom 18. Dezember 2009 (SaKo/MT/III/09).

477 Entscheid der Sanktionskommission vom 30. Juli 2007 (SaKo/AHP/I/07), E.2; Rz. 3 N 18 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

478 Entscheid der Disziplinarkommission vom 29. Juni 2005 (DK/AHP/I/05), E.7 ff.

479 Entscheid der Disziplinarkommission vom 15. Mai 2002 (DK/AHP/I/02).

ne Strategie nicht vollständig geheim hält, muss sie diese allen Marktteilnehmern im Rahmen einer Ad hoc-Publikation mitteilen.

– **Angaben zum Net Asset Value**; Investmentgesellschaften müssen, wie in Ziff. E.1.3 dargestellt, periodisch ihren Net Asset Value bekannt geben. diese Mitteilung muss in der Form einer Ad hoc-Mitteilung unter Gleichbehandlung aller Marktteilnehmern erfolgen[480];

– **Quartalsabschlüsse und ähnliche Zwischenergebnisse**[481]: Zwar müssen Quartalsergebnisse oder ähnliche Zwischenabschlüsse nicht veröffentlicht werden und können dementsprechend gemäss Art. 54 KR geheim gehalten werden; diese Geheimhaltung muss allerdings aufgegeben werden, wenn ein Leck entsteht und die entsprechenden Quartalszahlen bekannt werden[482]; Die Pflicht zur Unterstellung von Quartals- und Monatsabschlüssen unter die Ad hoc-Bekanntgabepflicht hat daher vor allem die Konsequenz, dass derartige Informationen nicht selektiv einzelnen Marktteilnehmern oder Analysten mitgeteilt werden dürfen;

– **Weitere Finanzdaten**, die auf die Bewertung eines Unternehmens Einfluss haben, können, wie z.B. der Auftragsbestand und dessen Veränderung oder die Entwicklung der Margen[483]. Ein Unternehmen kann sich allerdings grundsätzlich dazu entscheiden, auf die Offenlegung derartiger Informationen zu verzichten, da Art. 54 KR erlaubt, diese Informationen geheim zu halten[484] - es genügt, wenn das betreffende Unternehmen Jahres- und Halbjahresabschlüsse offenlegt und die gemäss dem anwendbaren Rechnungslegungsstandard offenlegungspflichtigen Informationen publiziert. Die Unterstellung von Finanzdaten unter die Ad hoc-Pflicht führt aber dazu, dass ein Unternehmen, das sich zur Offenlegung entschliesst, die Erfordernisse der Ad hoc-Publizität einhalten und insbesondere alle Marktteilnehmer gleich behandeln muss. Daher dürfen derartige Informationen nicht selektiv einzelnen Aktionären oder Analysten mitgeteilt werden.

– **Prognosen, Forecasts, "Guidance";** Ertragsprognosen sind für die Anleger kursrelevante Informationen, da die Aktienbewertung primär von der Entwicklung der zukünftigen Gewinne abhängt. Das Gleiche gilt auch für die "Guidance" bezüglich zukünftiger Ertragsentwicklung, die viele Unternehmen anstelle präziser Vorhersagen abgeben – diese Unternehmen verzichten zwar auf zahlenmässige Prognosen, geben den Analysten aber Anhaltspunkte über die Gewinnentwicklung und

480 Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. Januar 2007 (ZUL/AHP/IV/06), E.10 f. und 18 ff.

481 Entscheid der Sanktionskommission vom 26. November 2009 (SaKo/AHP/II/09), E.18.

482 Vgl. Entscheid der Disziplinarkommission i.S. Swiss International Airlines AG vom 30. Juli 2004 (DK/AHP/I/04).

483 Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle vom 1. November 2004 (ZUL/AHP/III/04), vom 23. März 2005 (ZUL/AHP/I/05), vom 23. Januar 2007 (ZUL/AHP/IV/06); Entscheid der Disziplinarkommission vom 18. Juni 2007 (DK/AHP/III/06), Entscheid der Sanktionskommission vom 25. März 2009 (SaKo/AHP/I/08), vom 28. Oktober 2010 (SaKo/AHP/I/10).

484 Die entsprechenden Informationen stellen im Allgemeinen Geschäftsgeheimnisse dar, deren Bekanntgabe die Interessen des Unternehmens gefährden können, weshalb sie gemäss Art. 54 KR geheim gehalten werden können.

auch die Grössenordnung des Gewinnes, sodass diese Aussagen in wirtschaftlicher Sicht praktisch die gleiche Bedeutung haben wie die Prognose eines bestimmten Gewinnes;

Kotierte Unternehmen sind nicht verpflichtet, Prognosen oder Forecasts zu veröffentlichen oder den Analysten "Guidance" bezüglich der zukünftigen Ertragsentwicklung zu geben. Sie können daher auf die Offenlegung der internen Forecasts, Budgets und Mittelfristpläne verzichten und diese gemäss Art. 54 KR geheim halten[485]. Auch in diesem Bereich hat daher die Anwendung der Regel über die Ad hoc-Publizität vor allem den Effekt, dass Unternehmen zur Gleichbehandlung verpflichtet sind. Dies führt dazu, dass sie diese Informationen nicht einzelnen Analysten oder Aktionären offenlegen dürfen und auch nicht an Medien- bzw. Analystenkonferenzen verbreiten können, ohne dass sie sie vorher in einer entsprechenden Ad hoc-Medienmitteilung offengelegt haben.

Wurden Informationen abgegeben, welche die Kurse beeinflusst haben, so müssen diese Aussagen im Rahmen der Ad hoc-Bekanntgabepflicht korrigiert werden, wenn sie sich als nachträglich unrichtig erweisen;

Aus den Spezialbestimmungen über Investment- und Immobiliengesellschaften ergibt sich, dass diese Gesellschaften Änderungen der Investitionspolitik sowie auch Abweichungen der tatsächlichen Vermögenszusammensetzung von der bekannt gegebenen Anlagepolitik im Rahmen der Ad hoc-Publizität offenlegen müssen[486].

3. Veränderungen in der Ertragslage und Gewinnwarnungen

3.1 Keine Pflicht zur Gewinnwarnung, falls keine massive Veränderung vorliegt (Gewinnzusammenbruch / Gewinnsprung)

Die Ertragslage eines Unternehmens wird von einer Vielzahl von Faktoren in- und ausserhalb des Unternehmens beeinflusst. Veränderungen der Ertragslage sind daher Teil der normalen Entwicklung und Ausdruck des allgemeinen Unternehmensrisikos. Stellt eine kotierte Gesellschaft fest, dass ihr Gewinn von diesen allgemeinen Faktoren stark in eine Richtung beeinflusst wird, so liegt nach den schweizerischen Bestimmungen über die Ad hoc-Publizität kein publizitätspflichtiges Ereignis vor, selbst wenn der Gewinn von den Erwartungen des Marktes abweichen wird[487].

---

485 Eine Geheimhaltung ist möglich, weil die betreffenden Daten Geschäftsgeheimnisse darstellen, deren Bekanntgabe die Interessen des Unternehmens gefährden können. Überdies ist häufig auch die Qualität der betreffenden Informationen umstritten.

486 Dazu im Einzelnen Ziff. E.1.6. und Ziff. E.1.7. vorne.

487 N 75ff. Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

3.2 Beeinflussung des Gewinnes durch ausserordentliche Einzelfaktoren

Wenn ausserordentliche Einzelfaktoren – die im Sinne der Ausführungen in Ziff. E.2.1 einzeln meldepflichtig sind – die Ertragslage beeinflussen, ist eine Ad hoc-Mitteilung notwendig. In diesem Falle wird die Ad hoc-Mitteilungspflicht allerdings durch die betreffende Tatsache ausgelöst; die Gewinnveränderung ist nur eine Konsequenz, die in dieser Ad hoc-Mitteilung dargestellt werden muss. Beispiel einer derartigen Bekanntgabe ist ein Konkurs eines Kunden, der einen hohen Rückstellungsbedarf auslöst, oder ein Brand, der zu einem Produktionsunterbruch und dementsprechend zu Umsatz- und Gewinneinbussen führt.

3.3 Gewinnwarnung bei Gewinneinbrüchen bzw. Gewinnsprüngen

Ein kotiertes Unternehmen muss selbst dann, wenn es keine Prognosen gemacht hat, eine Gewinnwarnung abgeben, wenn der Gewinn durch allgemeine unternehmerische Faktoren so stark beeinflusst wird, dass es zu einem eigentlichen "Gewinneinbruch" bzw. "Gewinnsprung" kommt, der für die Anleger völlig unerwartet ist[488]. Die Gesellschaft darf bei der Publikation einer derartigen Gewinnwarnung nicht warten, bis der Verwaltungsrat die genauen Zahlen kennt; die Gesellschaft muss bereits dann eine Ad hoc-Publikation veröffentlichen, wenn Geschäftsleitung bzw. Verwaltungsrat die ungefähre Abweichung zu den früheren Zahlen kennen und auf diese Weise das Ausmass des Gewinnzusammenbruches bzw. des Gewinnsprungs klar ist[489].

3.4 Pflicht zur Korrektur eigener Prognosen

Sind die Markterwartungen auf Aussagen des Unternehmens selbst zurückzuführen so ist das Unternehmen zur Gewinnwarnung verpflichtet[490]. Genau wie bei Gewinneinbrüchen entsteht die Verpflichtung zur Gewinnwarnung nicht erst wenn Geschäftsleitung und Verwaltungsrat die genauen Zahlen bekannt sind, sondern bereits dann, wenn das ungefähre Ausmass der Abweichung bekannt sind[491] Hat ein Unternehmen selbst Ertragsprognosen gemacht, so muss es diese im Rahmen einer Ad hoc-Mitteilung korrigieren, sobald es feststellt, dass die entsprechende Prognose nicht erreicht werden kann[492]. Als Prognose, die eine Ad hoc-Bekanntgabepflicht auslösen kann, gelten nicht nur genaue Ergebnisvoraussagen[493], sondern auch weniger bestimmte Aussagen, aus denen aber mindestens die ungefähre Lage des Gewinnes abgeleitet werden kann, wie z.B. "im laufenden Jahr werden wir mindestens den Vorjahresgewinn erreichen"; "wir rechnen

---

488 Praxis AHP Fall Nr. 4; Entscheid der Sanktionskommission vom 30. November 2010 (SaKo/AHP/II/10); N 81 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

489 Vgl. Entscheid der Disziplinarkommission vom 31. März 2003 (DK/AHP/I/03); Entscheid der Sanktionskommission vom 30. November 2010 (SaKo/AHP/II/10).

490 N 77 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

491 N 78 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX; Entscheid der Sanktionskommission vom 30. November 2010 (SaKo/AHP/II/10).

492 Vgl. Sanktionsentscheid der Disziplinarkommission von 31. März 2003 (DK/AHP/I/03).

493 "CHF 15,5 Gewinn pro Aktie".

mit einer schwarzen Null"[494]. Allerdings ist bei unscharfen Aussagen eine grössere Abweichung notwendig, um die Ad hoc-Publizität auszulösen als bei einer präzisen Prognose, bei der bereits relativ kleine Abweichungen genügen, um die Publizitätspflicht zu begründen.

Damit hat es ein Unternehmen letztlich selbst in der Hand, ob es sich zu "Gewinnwarnungen" zwingen lassen will oder nicht; ein Unternehmen, das konsequent auf Ertragsprognosen verzichtet, hat auch dann keine Pflicht zu Gewinnwarnungen, wenn erkennbar wird, dass die tatsächlichen Erträge von den Erträgen abweichen, die vom Markt erwartet werden.

3.5 Keine Pflicht zur Korrektur von Analysen Dritter

Da kotierte Unternehmen die Markterwartungen nicht spontan korrigieren müssen, haben sie auch keine Berichtigungspflicht, wenn Analysten Studien publizieren, die Ergebnisse voraussagen, welche wesentlich von der internen Planung des Unternehmens und vom tatsächlich erkennbaren Trend abweichen[495]. Dies gilt auch dann, wenn Analysten – wie in der Praxis zum Teil üblich – Entwürfe ihrer Studien den betroffenen Unternehmen zum Kommentar vorliegen.

3.6 Ad hoc-Bekanntgabepflicht beim Vorliegen von Halbjahres- oder Jahreszahlen

Ein kotiertes Unternehmen muss zwar, wie oben dargestellt, keine Gewinnwarnung machen, wenn es feststellt, dass sich der Gewinn anders entwickelt, als vom Markt erwartet. Liegen die zur Veröffentlichung bestimmten Halbjahres- oder Jahreszahlen jedoch vor, so hat das Unternehmen aber eine bekanntgabepflichtige Tatsache geschaffen, da diese Abschlüsse Tatsachen darstellen, die der Ad hoc-Publizitätspflicht unterliegen[496]. Es darf die Veröffentlichung nicht verzögern, wenn eine starke Abweichung von den Markterwartungen vorliegt. Es ist dem Unternehmen in diesem Fall auch nicht möglich, die Bekanntgabe bis zu einem "offiziellen Bekanntgabedatum" gemäss Art. 54 KR aufzuschieben, da kein schützenswertes Interesse für einen derartigen Aufschub spricht[497]. Sobald die betreffenden Zahlen feststehen und die Rechnungslegung vom Verwaltungsrat genehmigt worden ist, müssen diese daher offengelegt werden[498].

---

494 Vgl. Sanktionsentscheid der Disziplinarkommission von 31. März 2003 (DK/AHP/I/03): "Konzerngewinn – wenn auch unter Vorjahreswerten"; Entscheid der Disziplinarkommission vom 22. Juli 2002 (DK/AHP/II/02): "Die Umsätze für das laufende Jahren werden knapp 50% des Vorjahres betragen".

495 N 80 Kommentar Richtlinie zur Ad hoc-Publizität.

496 Vgl. dazu vorne Ziff. E.2.2; Entscheid der Sanktionskommission vom 30. Juli 2007 (SaKo/AHP I/07), E.3.

497 Der Aufschub führt nur dazu, dass weitere Anleger bei ihren Kaufs- und Verkaufsentscheiden von falschen Grundlagen ausgehen.

498 Vgl. Verweis der Zulassungsstelle i.S. PubliGroupe SA (AhP Fall Nr. 4): Sofortige Veröffentlichung der Halbjahreszahlen, die einen Gewinneinbruch um 80% zeigten; meines Erachtens ist allerdings bei einem Gewinnrückgang von 80% ohnehin eine Ad hoc-Publikationspflicht gegeben, da keine gewöhnliche Gewinnabweichung von den Markterwartungen vorliegt, sondern ein eigentlicher "Gewinneinbruch".

4. Die Formulierung von Ad hoc-Mitteilungen

4.1 Der Adressat der Ad hoc-Mitteilung

Die Ad hoc-Mitteilung muss so formuliert werden, dass sie für den durchschnittlichen, sachkundigen Marktteilnehmer[499] verständlich ist und dieser einschätzen kann, welchen Einfluss die neue Information auf den Aktienkurs hat[500]. Dementsprechend kann die Formulierung auf den Kenntnissen eines Anlegers aufbauen, der die allgemeinen wirtschaftlichen Fachbegriffe sowie auch die Grundzüge des Rechnungswesens versteht und auch die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft aufgrund ihres letzten Jahres- oder Halbjahresberichtes kennt.

4.2 Wahrheitsgebot

Die Ad hoc-Mitteilung muss inhaltlich wahr und darf auch nicht irreführend sein[501], d.h. die meldepflichtige Tatsache muss so dargestellt werden, sodass der durchschnittlich sachkundige Marktteilnehmer den Sachverhalt richtig versteht[502].

Die Verpflichtung zur wahrheitsgemässen Information der Anleger führt auch dazu, dass ein Unternehmen mitteilen muss, ob die Information abschliessend ist, oder ob es bezüglich des gemeldeten Sachverhaltes noch Unsicherheiten gibt. Meldet ein Unternehmen beispielsweise den Brand einer Produktionsstätte, weiss aber noch nicht, wie lange die Produktion ausfällt und wie gross der finanzielle Schaden ist, so muss es diese Unsicherheit im Rahmen der Mitteilung offenlegen. Es muss dann im Sinne der oben erwähnten Stufenmeldung die erste Meldung mit weiteren Meldungen präzisieren, sobald die entsprechenden Tatsachen bekannt sind[503].

4.3 Keine Irreführung

Die Meldung darf nicht irreführend formuliert sein, insbesondere darf die mitteilungspflichtige Tatsache nicht in anderen Mitteilungen untergehen, sodass sie für den durchschnittlich sachkundigen Markteilnehmer gar nicht mehr richtig erkennbar ist. Unternehmen dürfen daher nicht eine negative Tatsache, die Anlass zu einer Ad hoc-Mitteilung gibt, in positiven Ausführungen "verstecken". Das meldepflichtige Unternehmen kann allerdings – soweit dies sachlich richtig ist – die betreffende negative Tatsache in den richtigen Zusammenhang stellen, d.h. beispielsweise festhalten, dass das Unternehmen trotz der Kündigung eines wichtigen Vertrages weiterhin in seinem operativen Geschäft nach Ansicht des Managements die budgetierten Ziele erreichen wird oder bei einer wichtigen Akquisition festhalten, dass die Finanzierung gesichert ist und

---

499 Vgl. zur Situation beim Prospekt Ziff. C.1.3 vorne.

500 Art. 15 Richtlinie Ad hoc-Publizität. Entscheid der Sanktionskommission vom 30. Juli 2007 (SaKo/AHP/II/07), E.1 ff.

501 Entscheid der Sanktionskommission vom 25. März 2009 (SaKo/AHP/I/08).

502 Entscheid der Sanktionskommission vom 30. Juli 2007 (SaKo/AHP/II/07), E. 5: Im konkreten Fall entstand durch die Mitteilung der Eindruck, dass ein Vertrag mit einem Volumen von CHF 20 Mio. neu akquiriert worden war. Tatsächlich wurde aber nur ein wesentlich kleinerer Auftrag neu akquiriert, sodass sich beim betreffenden Kunden zusammen mit älteren Aufträgen ein Gesamtvolumen von CHF 20 Mio. ergab.

503 vgl. N 169 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

das Ergebnis des laufenden Jahres nicht durch die Akquisition belastet bzw. der Ertrag pro Aktie nicht verwässert wird.

4.4 Verweise

Wenn sich eine Ad hoc-Mitteilung auf komplexe Sachverhalte bezieht, wie z.B. ein öffentliches Angebot eine geplante Fusion oder einen Jahres- bzw. Halbjahresabschluss, so kann sie sich auf die Darstellung der wesentlichen Eckpunkte dieses Sachverhaltes beschränken und bezüglich detaillierter Informationen auf Dokumente auf einer Webseite der Gesellschaft verweisen[504]. Ein derartiger Verweis ist allerdings nur zulässig, wenn das entsprechende Dokument gleichzeitig mit der Ad hoc-Mitteilung veröffentlicht wird, da sonst der Verweis ins Leere geht und die Empfänger der Mitteilung nicht die vollständige Information erhalten[505].

5. Die Veröffentlichung von Ad hoc-Mitteilungen

5.1 Mitteilung an Medien

Die Ad hoc-Mitteilung ist als solche zu kennzeichnen und muss mindestens zwei bei professionellen Marktteilnehmern weit verbreiteten elektronischen Informationssystemen und zwei Schweizer Zeitungen von nationaler Bedeutung bekannt gegeben werden[506]. Gleichzeitig mit der Veröffentlichung ist auch der SIX eine Kopie auf elektronischem Weg zuzustellen.

Die Pflicht des kotierten Unternehmens erschöpft sich in der Mitteilung an die Medien; ob die betreffende Ad hoc-Mitteilung tatsächlich veröffentlicht wird, hängt nicht mehr vom Unternehmen ab, weshalb einer kotierten Gesellschaft kein Vorwurf gemacht werden kann, wenn es nicht zur Publikation kommt[507].

5.2 Push und Pull Service für Marktteilnehmer

Zusätzlich zur Bekanntgabe an die Medien müssen kotierte Unternehmen aber auch den individuellen Zugriff von Marktteilnehmern auf Ad hoc-Informationen ermöglichen; gemäss Art. 8 Richtlinie Ad hoc-Publizität muss jede kotierte Gesellschaft Anlegern die Möglichkeit bieten, sich bei einem E-Mail-Verteiler für Ad hoc-Mitteilungen einzutragen ("Push"-System), sodass diesen Anlegern die betreffenden Mitteilungen sofort nach Veröffentlichung per E-Mail zugestellt werden[508]. Zusätzlich müssen gemäss Art. 9 Richtlinie Ad hoc-Publizität alle in den letzten zwei Jahren publizierten Ad hoc-

---

504 Entscheid der Sanktionskommission vom 26. November 2009 (SaKo/AHP/II/09), E.18 ff, vom 26. März 2009 (SaKo/AHP/I/08).

505 Entscheid der Sanktionskommission vom 25. März 2009 (SaKo/RLE/II/08), E.6 ff.

506 Art. 7 Richtlinie Ad hoc-Publikation der SIX.

507 Es ist zwar äusserst selten, dass eine Ad hoc-Meldung von den Medien gar nicht aufgenommen wird; die Erfahrung zeigt aber, dass die Ad hoc-Meldungen von kleinen Gesellschaften zum Teil nur in stark verkürzter Form publiziert werden.

508 Entscheid der Disziplinarkommission vom 8. Juni 2006 (DK/RLE/VII/05); Entscheid der Disziplinarkommission vom 8. Juni 2006 (DK/RLE/XV/05), E.3.

Mitteilungen auf der Webseite der betreffenden Gesellschaft verfügbar sein ("Pull"-System)[509].

5.3 Gleichbehandlung der Marktteilnehmer

Gemäss Art. 53 Abs. 3 KR müssen kotierte Unternehmen die Marktteilnehmer bezüglich Ad hoc-Mitteilungen gleich behandeln[510]. Dementsprechend dürfen Ad hoc-pflichtige Mitteilungen nicht einem einzelnen Journalisten in einem Interview mitgeteilt werden[511] oder nur den Grossaktionären[512] oder bestimmten Analysten bzw. Journalisten[513] offengelegt werden, sondern müssen auf dem oben beschriebenen Weg gleichzeitig allen Marktteilnehmern zugänglich gemacht werden. Dabei muss die Medienmitteilung gleichzeitig den elektronischen Medien mitgeteilt und dem "Push"- sowie dem "Pull"-System verfügbar sein, um sicher zu stellen, dass alle Marktteilnehmer die Mitteilung unabhängig vom Informationskanal, den sie verwenden, gleichzeitig erhalten[514].

Es ist auch nicht zulässig, Arbeitnehmer über Ad hoc-pflichtige Informationen zu orientieren, ohne dass alle Marktteilnehmer orientiert werden[515]. Um dem legitimen Bedürfnis der Arbeitnehmer auf vorgängige Information Rechnung zu tragen und um zu vermeiden, dass diese die betreffenden Informationen erst aus der Presse erhalten, können die Mitarbeiter aber nach Börsenschluss informiert werden, während die offizielle Ad hoc-Mitteilung erst kurz danach publiziert wird. Auf diese Weise kann die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer im Hinblick auf den Handel sichergestellt werden, auch wenn die Arbeitnehmer in zeitlicher Hinsicht privilegiert werden.

Unzulässig ist es auch, während der Handelszeiten eine Medienorientierung durchzuführen, in der Ad hoc-pflichtige Informationen verbreitet werden, da dies zu einer selektiven Information der anwesenden Journalisten und Analysten führt[516]. Ist eine Medienkonferenz geplant, so muss entweder vor der Börseneröffnung eine Ad hoc-Mitteilung

---

509 Entscheid der Sanktionskommission vom 30. Juli 2007 (SaKo/AHP/I/07), E.7; Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. Januar 2007 (ZUL/AHP/IV/06), E.28 ff.

510 Vgl. Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. März 2005 (ZUL/AHP/IV/05), E.7; Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. März 2005 (ZUL/AHP/IV/05), E.15 ff.; Entscheid der Sanktionskommission vom 19. November 2007 (SaKo/AHP/III/07), vom 26 November 2009 (SaKo/AHP/II/09); Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Cicorel Holding SA vom 14. November 2003: Selektive Veröffentlichung der Ad hoc-Mitteilung während der Handelszeit aufgrund eines technischen Problems.

511 Es ist auch nicht zulässig, einzelnen Journalisten eine Ad hoc-Mitteilung vor den anderen Marktteilnehmern mit einer "Sperrfirst" zukommen zu lassen; Entscheid der Disziplinarkommission vom 15. Mai 2002 (DK/AHP/I/02); Entscheid der Sanktionskommission vom 30. Juli 2007 (SaKo/AHP/II/07); vgl. Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Logitech International SA (AhP Fall Nr. 3).

512 Entscheid der Sanktionskommission vom 18. Dezember 2009 (SaKo/AHP/III/09).

513 Insbesondere ist es nicht zulässig, an einer Analysten- oder Pressekonferenz ausgewählten Personen Informationen zu geben, bevor die entsprechende Mitteilungen veröffentlicht wird; vgl. Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Charles Vögele Holding (AhP Fall Nr. 2); Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Gretag Imaging Holding AG (AhP Fall Nr. 1).

514 Entscheid der Sanktionskommission vom 30. Juli 2007 (SaKo/AHP I/07), E.6 f.

515 Entscheid der Disziplinarkommission vom 22. Juli 2002 (DK/AHP/II/02). Entscheid der Sanktionskommission vom 30. Juli 2008 (SaKo/AHP/I/07), vom 31. Januar 2008 (SaKo/AHP/IV/07): Interne Mitteilung einer Umbesetzung in der Geschäftsleitung vor der Publikation einer Ad hoc-Mitteilung.

516 Vgl. Entscheid der Disziplinarkommission vom 15. Mai 2002 (DK/AHP/I/02); N 124 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

publiziert oder aber der Börsenhandel bis zum Abschluss der Medienkonferenz und der nachfolgenden Veröffentlichung einer Ad hoc-Mitteilung sistiert werden[517].

6. Zeitpunkt der Veröffentlichung

6.1 Grundsatz: Sofortige Veröffentlichung

Die Ad hoc-Mitteilung muss gemäss Art. 53 Abs. 2 KR unverzüglich veröffentlich werden, nachdem das betreffende Unternehmen sichere Kenntnis[518] über die publikationspflichtige Tatsache erhalten hat[519]. Eine Publikation kann in diesem Zeitpunkt nur unterbleiben, wenn ein Aufschub gemäss Art. 54 KR möglich ist[520].

Bei komplexen Sachverhalten hat ein Unternehmen oft nur gesicherte Kenntnis von einzelnen Sachverhaltselementen, während die Gesamtübersicht fehlt. Eine derartige Situation kann z.B. bei grossen Unglücksfällen eintreten[521], da oftmals zwar das Ereignis bekannt ist, die finanziellen und geschäftlichen Folgen aber noch unabsehbar sind. Eine ähnliche Situation ergibt sich aber auch bei Verhandlungen über Transaktionen; die Tatsache, dass Verhandlungen geführt werden ist zwar bekannt, der Ausgang der Verhandlungen dagegen noch unsicher. In derartigen Konstellationen tritt die Ad hoc-Publizitätspflicht nicht erst ein, wenn das Unternehmen Kenntnis über die Gesamtsituation und alle ihre Folgen hat. Unter Vorbehalt des Aufschubs im Sinne von Art. 54 KR entsteht die Pflicht, bereits im Zeitpunkt, in dem die ersten Elemente des Sachverhaltes klar sind. Das Unternehmen muss den Markt dann stufenweise über die weitere Entwicklung orientieren[522].

6.2 Veröffentlichung ausserhalb der Handelszeiten

Wird eine Ad hoc-Mitteilung während der Handelszeiten veröffentlicht, so führt dies regelmässig zu Informationsasymmetrien im Markt, da auch Marktteilnehmer, die sorgfältig handeln, nicht immer alle Informationen sofort wahrnehmen, was häufig auch dazu zurückzuführen ist, dass die unterschiedlichen Informationsmedien Ad hoc-Meldungen, die sie erhalten, unterschiedlich schnell verarbeiten und weitergeben[523].

Um die Informationsverarbeitung im Rahmen des Börsenhandels sicherzustellen, hat die SIX in Art. 11 ff. Richtlinie Ad hoc-Publizität vorgesehen, dass Ad hoc-Mitteilungen,

---

517 Die SIX ist allerdings bezüglich Sistierungen äusserst restriktiv und verlangt die Publikation einer entsprechend detaillierten und umfassenden Medienmitteilung, so dass keine Sistierung notwendig ist. Eine Sistierung ist nach dieser Praxis nur bei sehr komplexen Transaktionen möglich, welche die Marktteilnehmer allein aufgrund einer Medienmitteilung nicht verarbeiten können.

518 Dazu im Einzelnen Ziff. E.2.1 vorne.

519 Vgl. Entscheid der Disziplinarkommission vom 21. Dezember 2002/31. Januar 2003 (DK/AHP/I/03).

520 Dazu im Einzelnen Ziff. E.2.7 hinten.

521 Brand einer Fabrik, Untergang einer Bohrinsel, schwere Nebenwirkungen von Medikamenten, die das Unternehmen vertrieben hat, Naturkatastrophen, die das Unternehmen als Versicherer bzw. als Rückversicherer betreffen.

522 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

523 Vgl. Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. März 2005 (ZUL/AHP/IV/05), E.15.

wenn immer möglich, ausserhalb der Handelszeiten, bis 90 Minuten vor Eröffnung des morgendlichen Handels (d.h. zwischen 17.30 Uhr und 07.30 Uhr), publiziert werden[524].

Die Verpflichtung, Ad hoc-Mitteilungen ausserhalb der Börsenzeit zu publizieren, modifiziert den oben dargestellten Grundsatz der sofortigen Bekanntgabe. Tritt eine ad hoc-pflichtige Tatsache während der Handelszeiten ein, so wird das Erfordernis der "sofortigen" Publikation dadurch erfüllt, indem die betreffende Mitteilung nach Beendigung des Handels publiziert wird.

6.3 Veröffentlichung innerhalb der Handelszeiten, Einstellung des Handels

Tritt ein Ereignis während der Handelszeiten ein und lässt die Publikation keinen Aufschub bis zum Ende des Börsenhandels zu, weil die betreffende Information nicht geheim gehalten werden kann, so muss sie während des Börsenhandels veröffentlicht werden. Die entsprechende Ad hoc-Mitteilung ist aber spätestens 90 Minuten vor ihrer Veröffentlichung der Zulassungsstelle zuzustellen[525]. Dies gibt der Zulassungsstelle die Möglichkeit, ein allfälliges Einstellungsgesuch des Unternehmens zu beurteilen bzw. von Amtes wegen den Handel einzustellen, falls dies wegen der Bedeutung der Nachricht notwendig sein sollte[526].

Wird eine Ad hoc-Meldung während den Handelszeiten veröffentlicht, so kann der Handel eingestellt werden, falls dies notwendig ist, um den Marktteilnehmern die Möglichkeit zu geben, die entsprechenden Informationen zu verarbeiten und ihre Kauf- bzw. Verkaufsaufträge anzupassen. Das Unternehmen hat die Handelseinstellung mit der entsprechenden Begründung mindestens 90 Minuten vor der Veröffentlichung der Ad hoc-Mitteilung bei der Börse zu beantragen. Handelseinstellungen werden verfügt, wenn ein bedeutendes Ereignis mitten in den Handelszeiten aufgetreten ist und es entweder aufgrund der Bedeutung des Ereignisses oder eines Informationslecks nicht möglich ist, die Veröffentlichung bis zum Ende des Handels zu verschieben. Die SIX ist allerdings bezüglich Handelseinstellungen äusserst zurückhaltend und vertraut normalerweise darauf vertraut, dass der Markt derartige Mitteilungen schnell verarbeitet, ohne dass Preisverzerrungen entstehen[527]. Eine Einstellung ist aber auch dann möglich, wenn ein Unternehmen die Bekanntgabe wesentlicher Informationen im Rahmen einer Medienkonferenz plant und diese während der Handelszeit durchgeführt wird; ein derartiges Vorgehen ist aber nur in Ausnahmefällen, d.h. bei äusserst gewichtigen Informationen angezeigt[528]; normalerweise sollte die betreffende Nachricht in einer Medienmitteilung am Morgen vor Handelsbeginn veröffentlicht werden, worauf die Medienkonferenz dann

---

524 Entscheid der Sanktionskommission vom 16. April 2009 (AHP/IM/II/109), E.4; vgl. Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. März 2005 (ZUL/AHP/I/05).

525 Art. 11 ff. Richtlinie Ad hoc-Publizität; vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 16. April 2009 (SaKo/AHP/IM/II/08), E.5: Veröffentlichung 13 Minuten vor Börsenschluss ohne vorgängige Ankündigung an die SIX. Entscheid der Sanktionskommission vom 30. Juli 2007 (SaKo/AHP/I/107), E.4.

526 Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. März 2005 (ZUL/AHP/IV/05), E.17 ff.; Entscheid der Zulassungsstelle vom 14. November 2003 i.S. Circorel Holding SA.

527 Vgl. Art. 18 ff. Richtlinie Ad hoc-Publizität.

528 Fusionen, komplexe Übernahmeangebote, Abspaltungen, Liquidation, etc.

während der Handelszeit durchgeführt werden kann und sich auf eine Erläuterung der bereits bekannt gegebenen Tatsachen beschränkt[529].

7. Der Aufschub der Ad hoc-Mitteilung

7.1 Voraussetzungen für den Aufschub

Grundsätzlich muss eine kursrelevante Information, die gemäss Art. 53 KR publikationspflichtig ist, sofort veröffentlicht werden, wenn das betreffende Unternehmen sichere Kenntnis von der betreffenden Tatsache hat. Art. 54 KR ermöglicht es aber, die Bekanntgabe einer kursrelevanten Information hinauszuschieben. Voraussetzung für einen Aufschub ist, dass die neue Tatsache auf einem Plan oder Entschluss des Unternehmens beruht, die Verbreitung dieser Tatsache geeignet ist, die Interessen des Unternehmens zu beeinträchtigen und die Geheimhaltung der betreffenden Tatsache während der Zeit des Aufschubes gewährleistet wird[530]. Da nur bei Tatsachen, die auf einem Plan oder Entschluss des Unternehmens selbst beruhen, ein Bekanntgabeaufschub möglich ist, ist beim Eintritt eines Ereignisses, das nicht vom Unternehmen selbst gesteuert wird, von vornherein ein Aufschub nicht zulässig; deshalb ist bei Finanzzahlen sowie Gewinnwarnungen ein Bekanntgabeaufschub nie möglich[531]. Das Gleiche gilt auch beim Abgang eines Geschäftsleitungs- bzw. Verwaltungsratsmitglieds – die Bekanntgabe darf auch dann nicht aufgeschoben werden, wenn dadurch die Suche nach einem Nachfolger ermöglicht werden soll[532].

Ein Aufschub der Bekanntgabe ist insbesondere in folgenden Fällen möglich:

7.1.1 Vorbereitung und Durchführung von Transaktionen

Wie oben dargestellt, unterliegen grössere Akquisitionen, Devestitionen und Fusionen sowie Abspaltungen der Ad hoc-Bekanntgabepflicht. In der ersten Phase der Vorbereitung derartiger Transaktionen liegt allerdings meist noch gar keine bekanntgabepflichtige Tatsache vor, da nur Pläne, Absichten und Konzepte existieren, aber noch keine Tatsachen. Der Umstand, dass Verhandlungen geführt werden, muss aber bereits als publikationspflichtige Tatsache betrachtet werden, sobald die Gespräche über ein blosses gegenseitiges Abtasten hinausgehen und die Parteien – unter Vorbehalt der Einigung – grundsätzlich beabsichtigen, die geplante Transaktion durchzuführen. In diesem Zeitpunkt haben die beteiligten Unternehmen normalerweise ein berechtigtes Geheimhaltungsinteresse, da eine vorzeitige Bekanntgabe der geplanten Transaktion den Verhandlungserfolg ernsthaft gefährden kann. Damit ist es in einer derartigen Situation gemäss Art. 54 KR möglich, die Bekanntgabe hinauszuschieben.

---

529 Vgl. dazu Ziff. E.6. hinten.

530 Art. 16 Richtlinie Ad hoc-Publizität; Vgl. N 180ff. Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

531 Sanktionsbescheid vom SIX Exchange Regulation vom 22. Dezember 2010 (SER/AHB/I/10).

532 Sanktionsbescheid vom SIX Exchange Regulation vom 22. Dezember 2010 (SER/AHB/I/10).

Der Abschluss einer Absichtserklärung oder eines ähnlichen rechtlich nicht verbindlichen Dokumentes[533] stellt ebenfalls eine bekanntgabepflichtige Tatsache dar. Auch in dieser Situation ist es möglich, die Bekanntgabe aus den oben erwähnten Gründen aufzuschieben, da die Bekanntgabe dieses Zwischenschrittes in den Verhandlungen den Abschluss der Transaktion gefährden kann.

Wenn die Parteien über die geplante Transaktion einen rechtsgültigen Vertrag abgeschlossen haben, liegt in jedem Fall eine bekanntgabepflichtige Tatsache vor. Auch in diesem Zeitpunkt haben die beteiligten Unternehmen aber häufig ein legitimes Geheimhaltungsinteresse, da sie Vorbereitungshandlungen zum Vollzug der Transaktion treffen wollen wie z.B. die Vorbereitung der notwendigen Generalversammlungen oder weil sie noch bestimmte Bedingungen für den Vollzug erfüllen müssen. Soweit diese Vorbereitungshandlungen durch die Bekanntgabe der betreffenden Transaktion gestört bzw. erschwert werden, kann die Bekanntgabe bis zum Abschluss dieser Vorbereitungshandlungen aufgeschoben werden. Bei der Vorbereitung des Vollzugs müssen allerdings häufig sehr viele Personen einbezogen werden, sodass eine Geheimhaltung in der Praxis nicht mehr gewährleistet werden kann. Deshalb werden Transaktionen meist unmittelbar nach dem Abschluss der entsprechenden Verträge bekannt gegeben.

7.1.2 Sanierungen

Bei einer Sanierung treten als erstes die Tatsachen ein, die einen Sanierungsbedarf auslösen, wie insbesondere Unterbilanz und Überschuldung im Sinne von Art. 725 OR, massive Ertragseinbrüche oder die Kündigung von Kreditverträgen[534]. Wie oben dargestellt, sind diese Tatsachen schon allein für sich betrachtet im Rahmen der Ad hoc-Publizität publizitätspflichtig[535]. Sofern das Unternehmen in einer derartigen Situation versucht, einen Sanierungsplan zu entwickeln und umzusetzen, beeinträchtigt die Bekanntgabe dieser Tatsachen die Interessen des Unternehmens und der daran beteiligten Personen. Die Bekanntgabe macht allenfalls jedoch auch die Sanierung selbst unmöglich, da sich im Zeitpunkt der entsprechenden Ad hoc-Mitteilung sämtliche Kunden vom Unternehmen abwenden, was zu finanziellen Einbussen und Liquiditätsproblemen führen kann, die eine Sanierung verhindern können[536]. Aus diesen Gründen können sowohl die Tatsachen, welche die Gesellschaft zur Sanierung zwingen, wie auch die Verhandlungen über die Sanierung selbst bis zum Abschluss der Vorbereitungsarbeiten bzw. bis zum Vollzug geheim gehalten werden[537].

---

533 Term Sheet, Heads of Agreement etc.

534 Vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 15. Dezember 2009 (SaKo/AHP/I/09), E.A.1 ff. sowie B.5 ff. (Verletzung von Covenants und Stellenabbau).

535 Entscheid der Zulassungsstelle vom 4. September 2006 (ZUL/AHP/II/06), E.14 ff.

536 Vgl. Entscheid der Zulassungsstelle vom 4. September 2006 (ZUL/AHP/II/06), E.20.

537 Vgl. dazu ausdrücklich N 199ff. Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX; vgl. Entscheid der Zulassungsstelle vom 4. September 2006 (ZUL/AHP/II/06), E.20.

7.1.3 Strategieänderungen

Die Entwicklung neuer Strategien sowie auch Änderungen bestehender Strategien stellen bekanntgabepflichtige Tatsachen dar, sobald die neue Strategie vom Verwaltungsrat beschlossen und damit für das Unternehmen und seine Mitarbeiter verbindlich geworden ist[538]. Neue Strategien können aber von Konkurrenten durchkreuzt werden, wenn sie bekannt gegeben werden. Deshalb ist es auch bei diesen Tatsachen ohne weiteres möglich, die Bekanntgabe gemäss Art. 54 KR bis zu dem Zeitpunkt hinauszuschieben, in dem eine Bekanntgabe gefahrlos möglich ist.

7.1.4 Quartalsergebnisse und weitere Finanzzahlen

Nach der Praxis der SIX unterliegen Quartalszahlen und auch andere wesentliche Finanzzahlen eines kotierten Unternehmens grundsätzlich der Ad hoc-Bekanntgabepflicht[539]. Diese Zahlen können aber geheim gehalten werden, sodass nur die Jahres- bzw. Halbjahresberichte veröffentlicht werden. Damit wirkt sich die Ad hoc-Meldepflicht derartiger Finanzzahlen letztlich immer nur dann aus, wenn ein Leck entsteht; werden derartige Zahlen einzelnen Marktteilnehmern bekannt, so muss das Unternehmen diese sofort mit einer Ad hoc-Mitteilung offenlegen[540].

Nach der Praxis der SIX kann die Veröffentlichung von Halbjahres- oder Jahreszahlen, die der Verwaltungsrat verbindlich festgestellt hat, dagegen nicht hinaus geschoben werden, sofern diese Zahlen ad hoc-publizitätspflichtig sind, weil es zu einer starken Abweichung zum Vorjahr gekommen ist. Die betreffenden Zahlen müssen in diesen Fällen sofort, d.h. vor dem geplanten "offiziellen Veröffentlichungsdatum" veröffentlicht werden[541].

7.1.5 Restrukturierungen

Tiefgreifende Restrukturierungen bzw. Strukturveränderungen sind bekanntgabepflichtige Tatsachen, die dann bekannt gegeben werden müssen, wenn der Verwaltungsrat ihre Umsetzung beschlossen hat[542]. Da die sofortige Bekanntgabe derartiger Umstrukturierungen jedoch Unsicherheit bei Arbeitnehmern und Kunden hervorruft, kann die Bekanntgabe aufgeschoben werden, bis die notwendigen Vorbereitungshandlungen getroffen worden sind und mit der Umsetzung begonnen werden kann[543].

7.2 Geheimhaltung der bekanntgabepflichtigen Tatsachen

Ein Aufschub der Ad hoc-Publizität ist gemäss Art. 54 KR nur möglich, wenn das betreffende Unternehmen die bekannt zu gebende Tatsache tatsächlich geheim hält[544]. Ent-

538 Entscheid der Disziplinarkommission vom 15. Mai 2002 (DK/AHP/I/02).

539 Vgl. Entscheid der Disziplinarkommission i.S. Swiss International Airlines AG vom 30. Juli 2004 (DK/AHP/I/04).

540 Vgl. Entscheid der Disziplinarkommission i.S. Swiss International Airlines AG vom 30. Juli 2004 (DK/AHP/I/04).

541 Vgl. Entscheid der Zulassungsstelle i.S. PubliGroupe SA (AhP Fall Nr. 4).

542 Vgl. Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Banque Cantonale Vaudoise (AhP Fall Nr. 5).

543 Fall Nr. 5 Praxis AhP; N 189 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

544 Entscheid der Zulassungsstelle vom 4. September 2006 (ZUL/AHP/II/06), E.17.

sprechend muss ein Unternehmen, das sich entschlossen hat, die Veröffentlichung einer bekanntgabepflichtigen Tatsache aufzuschieben, alle notwendigen Schritte zur Geheimhaltung der betreffenden Tatsache treffen; einerseits ist der Kreis der Personen, denen die Tatsache bekannt ist, klein zu halten, andererseits sind alle betroffenen Personen zur Geheimhaltung zu verpflichten und die betreffende Information so zu sichern, dass sie Dritten nicht zugänglich sind[545]. Gelangt die relevante Information unbeabsichtigterweise an einen Dritten[546], so muss versucht werden, die betreffende Person ebenfalls zu einer Geheimhaltungserklärung zu verpflichten[547]. Gelingt dies nicht, führt die unbeabsichtigte Zustellung zu einem Leck, das, wie unten beschrieben, die Gesellschaft zur sofortigen Bekanntgabe der geheim gehaltenen Tatsachen verpflichtet.

7.3 Sofortige Offenlegung bei einem "Leck"

Kommt es trotz dieser Massnahmen zu einem "Leck", d.h. haben einzelne Marktteilnehmer die geheim gehaltene Information erfahren, so muss diese sofort bekannt gegeben werden, um die Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer sicherzustellen[548]. Dabei gilt aber nicht jedes im Markt kursierende Gerücht als Hinweis auf ein "Leck" und auch nicht jede provokative Frage eines Journalisten kann als Indiz auf die Durchbrechung der Geheimhaltung gewertet werden. Wenn im Markt aber Informationen kursieren, aus denen die Grundzüge der geheim zu haltenden Tatsachen ersichtlich sind und deshalb anzunehmen ist, dass einzelne Marktteilnehmer die betreffende Tatsache kennen, so liegt ein "Leck" vor, auf das das Unternehmen mit einer Bekanntgabe reagieren muss[549].

7.4 Emergency Communication Concept

Entscheidet sich eine Gesellschaft dazu, bestimmte Tatsachen geheim zu halten, so muss sie immer mit der Möglichkeit eines Informationslecks rechnen, das sie – wie oben dargestellt – zur sofortigen Bekanntgabe zwingt. Damit die Gesellschaft in einer derartigen Situation unverzüglich allen Pflichten nachkommen kann, empfiehlt es sich, von Anfang an ein "Emergency Communication Concept" zu erstellen[550]. In einem derartigen Emergency Communication Concept muss nicht nur definiert werden, wie das Unternehmen auf Gerüchte, provokative Fragen und ein echtes Leck reagiert, sondern auch

---

545 N 194 Kommentar zur Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX.

546 Z.B. fehlgeleitete E-Mail.

547 Die betroffene Gesellschaft ist in diesem Punkt allerdings auf den Goodwill des betreffenden Dritten angewiesen; dieser hat weder aus Gesellschafts- noch aus Börsenrecht eine Geheimhaltungsverpflichtung, wenn ihm versehentlich Informationen zugestellt werden.

548 Vgl. Entscheid der Disziplinarkommission i.S. Swiss International Airlines AG vom 30. Juli 2004 (DK/AHP/I/04): Publikation der Quartalszahlen in der Sonntagspresse; die offizielle Publikation erfolgte erst am darauf folgenden Montag um 18.30 Uhr, was verspätet war; Entscheid der Disziplinarkommission vom 30. Juli 2004 (DK/AHP/I/04); Entscheid der Disziplinarkommission vom 29. Juni 2005 (DK/AHP/I/05).

549 Vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 19. November 2007 (SaKo/AHP/III/07), E.4 ff.: Veröffentlichung von Informationen über ein wesentliches regulatorisches Verfahren gegen die Gesellschaft in einer Zeitung, wobei der Verwaltungsratspräsident diese Information gegenüber der betreffenden Zeitung sogar noch bestätigt hatte; Entscheid der Zulassungsstelle vom 4. September 2006 (ZUL/AHP/II/06), E. 21 ff.: Ein Journalist kontaktierte das Unternehmen und konfrontierte es mit der Tatsache, dass ein Vertragspartner überschuldet sei und deshalb ein Sanierungskonzept ausgearbeitet würde. Dies zeigte, dass er praktisch über alle Informationen verfügte, die geheim gehalten werden sollten.

550 Vgl. Entscheid der Disziplinarkommission vom 30. Juli 2004 (DK/AHP/I/04); Entscheid der Disziplinarkommission vom 29. Juni 2005 (DK/AHP/I/05); Entscheid der Zulassungsstelle vom 4. September 2006 (ZUL/AHP/II/06), E.21.

festgehalten werden, welche Personen den Entscheid fällen, ob tatsächlich ein Leck besteht und deshalb eine Ad hoc-Mitteilung notwendig wird. Nur durch ein derartiges Konzept und die Vorbereitung entsprechender Medienmitteilungen kann sichergestellt werden, dass das Unternehmen beim Auftauchen eines Lecks tatsächlich sofort seinen Pflichten nachkommen kann[551]. Da ein Unternehmen nur dann angemessen auf ein Leck reagieren kann, wenn es ein Emergency Communication Concept vorbereitet hat bzw. mindestens über eine Medienmitteilung verfügt, die im Falle eines Lecks sofort veröffentlicht werden kann, betrachtet die SIX den Verzicht auf derartige Massnahmen als Organisationsverschulden. Reagiert ein Unternehmen aus diesem Grund auf ein Leck nicht sofort mit einer entsprechenden Ad hoc-Mitteilung, sondern verzögert sich diese weil noch eine Mitteilung erstellt werden muss, so wird eine Sanktion ausgesprochen[552].

7.5 Der Einfluss der Ad hoc-Publikationspflicht auf die Informationstätigkeit kotierter Unternehmen

Die Verpflichtung kursrelevanter Informationen nur in Form von Ad hoc-Mitteilungen zu verbreiten, um auf diese Weise die Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer sicher zu stellen, hat auf die Informationstätigkeit kotierter Unternehmen einen starken Einfluss:

– **Zeitpunkt öffentlicher Informationen:**
Kotierte Unternehmen sind bezüglich des Zeitpunktes, in dem sie ihre Aktionäre bzw. die Marktteilnehmer über unternehmensinterne Vorgänge informieren, nicht mehr frei; die Ad hoc-Publizitätspflicht zwingt sie dazu, kursrelevante Informationen sofort zu veröffentlichen bzw. grenzt durch die Bestimmungen über den Bekanntgabeaufschub den zeitlichen Spielraum, den Unternehmen haben, sehr stark ein. Die Kommunikationsplanung kotierter Unternehmen kann daher nicht mehr allein auf das Bedürfnis des Unternehmens abstellen, sich möglichst gut darzustellen, sondern muss vor allem auch diese rechtlichen Rahmenbedingungen einbeziehen.

  Aufgrund der Ad hoc-Meldepflicht ist es auch nicht möglich, die Information der Anleger so zu planen, dass in einer grossen Informationsveranstaltung ein umfassendes Bild des Unternehmens präsentiert wird und bei dieser Gelegenheit alle neuen Entwicklungen und Informationen in einer Gesamtsicht präsentiert werden – häufig müssen einzelne wesentliche Aspekte schon früher in Ad hoc-Mitteilungen offengelegt werden. Dies kann das allgemeine Kommunikationskonzept eines kotierten Unternehmens natürlich erheblich stören, da gerade negative

---

551 Mit einem derartigen Konzept hätte das oben erwähnte Problem der Swiss International Airlines (Entscheid der Disziplinarkommission i.S. Swiss International Airlines AG vom 30. Juli 2004 (DK/AHP/I/04)) vermieden werden können. Im Entscheid der Zulassungsstelle vom 4. September 2006 (ZUL/AHP/II/06) wird ein Fall erwähnt, indem ein Unternehmen unmittelbar nach Auftritt eines Lecks eine vorher vorbereitete Medienmitteilung publizierte, was dazu führte, dass keine Verletzung der Ad hoc-Publikationspflicht festgestellt und dementsprechend auch keine Sanktion gefällt wurde. Im Entscheid der Disziplinarkommission vom 29. Juni 2005 (DK/AHP/I/05) wird dagegen ein Fall erwähnt, bei dem ein Unternehmen kein derartiges Konzept hatte und deshalb zu spät reagierte, was zu einer entsprechenden Sanktion führte.

552 Entscheid der Disziplinarkommission vom 29. Juni 2005 (DK/AHP/I/05); Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle vom 4. September 2006 (ZUL/AHP/II/06).

Nachrichten durch ihre isolierte Präsentation in einer Ad hoc-Meldung einen sehr hohen Stellenwert erhalten.

– **Information von Journalisten und Analysten:**
Journalisten und Analysten dürfen bezüglich der Informationsvermittlung nicht bevorzugt werden, d.h. ad hoc-pflichtige Informationen dürfen ihnen nicht abgegeben werden, bevor der Markt nicht durch eine entsprechende Ad hoc-Mitteilung informiert worden ist. Es ist dabei auch nicht zulässig, einzelnen Journalisten oder Analysten eine Information, die der Ad hoc-Publizitätspflicht unterstehen, mit einer "Sperrfrist" mitzuteilen, da Sperrfristen nicht dazu geeignet sind, die Geheimhaltung tatsächlich sicher zu stellen[553]. Aufgrund der Pflicht zur Gleichbehandlung müssen sich Medien- oder Analystenkonferenzen, aber auch "one-to-one"-Gespräche mit Journalisten und Analysten immer auf die Erläuterung und Vertiefung von Informationen beschränken, die dem Publikum bereits bekannt gegeben worden sind. Jede Information, die über diesen Rahmen hinausgeht und dazu führt, dass der betreffende Journalist oder Analyst vor dem Publikum über kursrelevante Tatsachen orientiert wird, verletzt dagegen die Ad hoc-Bekanntgabepflicht.

– **Information von Grossaktionären:**
Das Gleichbehandlungsgebot bei der Übermittlung von kursrelevanten Informationen verbietet kotierten Unternehmen, ihre Grossaktionäre bezüglich Informationsvermittlung zu privilegieren. Für Grossaktionäre gelten die gleichen Regeln wie oben für Journalisten und Analysten dargestellt – im Gespräch mit Grossaktionären dürfen nur Informationen erläutert und vertieft werden die dem Publikum bereits bekannt sind. Es dürfen aber keine neuen kursrelevanten Informationen mitgeteilt werden.

Zum Teil haben kotierte Unternehmen aber das Bedürfnis, Grossaktionäre in die Planung wichtiger Transaktionen einzubeziehen, da sie ihre Unterstützung für die entsprechende Generalversammlungsbeschlüsse oder für Kapitalmassnahmen benötigen. In dieser Situation befinden sich insbesondere Unternehmen, die eine Kapitalerhöhung oder eine Fusion planen. Will ein Unternehmen in einer derartigen Situation die geplante Transaktion mit einem Grossaktionär vorbesprechen, so kann es diesen nur einbeziehen, wenn der betreffende Aktionäre eine Geheimhaltungserklärung abgibt, sodass die Regeln über den Aufschub von Ad hoc-Mitteilungen und Transaktionen mit Auswirkungen auf das Vermögen der meldepflichtigen Person und Transaktionen nahestehender Dritter eingehalten werden können[554].

---

553 Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Logitech International S.A (AhP Fall Nr. 3).

554 vgl. aber die Ausführungen zur Insiderregelung.

– **Fristgerechte Meldung:**
Kotierte Gesellschaften müssen durch Weisungen bzw. interne Reglemente Weisungen sicherstellen, dass die Personen, welche der Meldepflicht unterstehen, die relevanten Transaktionen fristgerecht melden. Zusätzlich muss auch sichergestellt werden, dass die Meldungen an die SIX weitergeleitet werden, wozu eine verantwortliche Person bestimmt und eine Vertretungsregelung definiert werden muss[555]. Kotierte Unternehmen müssen auch nachweisen können, dass sie sowohl die meldepflichtige Person wie auch die für die Weiterleitung von Meldungen verantwortliche Person regelmässig ausbilden, um diese auf ihre Pflichten aufmerksam zu machen.

555 Die SIX betrachtet es als ein Organisationsverschulden eines Unternehmens, wenn dieses eine Managementbeteiligung verspätet meldet, weil die für die Weiterleitung der Meldung verantwortliche Person abwesend war.

C. Offenlegung von Management-Transaktionen

- *Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung müssen sämtliche Transaktionen in Beteiligungspapieren einer kotierten Gesellschaft melden (die gleiche Meldepflicht gilt auch für Derivate, die sich auf die Beteiligungspapiere der betreffenden Gesellschaft beziehen). Diese Meldung wird von der Gesellschaft an die SIX weitergeleitet, wobei die Weiterleitung sofort erfolgt, wenn die meldepflichtige Person innerhalb eines Monats Transaktionen in einem Gesamtwert von mehr als CHF 100'000 tätigt; in allen anderen Fällen erfolgt eine Sammelmeldung am Ende des Monats, die alle meldepflichtigen Transaktionen zusammenfasst.*

- *Die SIX veröffentlicht die betreffenden Meldungen mit dem Namen der Gesellschaft aber ohne Nennung der Personen, welche die meldepflichtige Transaktion vorgenommen, haben im Internet, sodass sich alle Aktionäre entsprechend orientieren können.*

Bei kotierten Gesellschaften müssen gemäss Art. 56 KR die Transaktionen, die Mitglieder des Verwaltungsrats bzw. der Geschäftsleitung in Aktien oder anderen Beteiligungspapieren der Gesellschaft tätigen, gemeldet werden. Die Meldung derartiger Transaktionen stellt eine wichtige Information für die Anleger dar[556], da sie zeigt, was das Management tatsächlich vom Unternehmen und seinen Aussichten denkt; ein Verkauf bzw. ein Kauf durch Manager oder Verwaltungsratsmitglieder ist häufig ein wesentlich klareres Signal, als Aussagen dieser Personen an Medienkonferenzen und Generalversammlungen[557].

Im Einzelnen gestaltet sich diese Meldepflicht wie folgt:

1. Meldepflichtige Personen

Der Meldepflicht bezüglich Management-Transaktionen unterliegen gemäss Art. 56 Abs. 2 KR die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung einer kotierten Gesellschaft[558]. Als Mitglieder der Geschäftsleitung gelten dabei nur Mitglieder der obersten Führungsebene, die dem Verwaltungsrat oder dem CEO direkt unterstellt sind und wesentliche Führungsaufgaben im Unternehmen wahrnehmen[559]. Frühere Mitglieder von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung sowie Personen, die eine Funktion in der zweiten Führungsebene wahrnehmen, gehören dagegen nicht zum Kreis der mel-

---

556 Sanktionsbescheid vom 19. Mai 2009 (SER/MT/I/09), E.60; vgl. Entscheid der Zulassungsstelle vom 11. Mai 2006 (ZUL/MT/I/06), E.25, wobei die Zulassungsstelle festhält, dass gerade der Erwerb von Optionen durch einen Verwaltungsrat eine ganz erhebliche Informationswirkung für die Marktteilnehmer hat.

557 Entscheid der Sanktionskommission vom 24. September 2007 (SaKo/MT/I/07), E.9.

558 Entscheid der Sanktionskommission vom 3. Juli 2009 (SaKo/MT/I/09), E.6.

559 N 7 Kommentar zu Art. 56 KR und zur Richtlinie Management-Transaktionen der SIX; Entscheid der Zulassungsstelle vom 5. September 2006 (ZUL/MT/IV/06), E.19.

depflichtigen Personen. Bei einem Konzern, der über mehrere Tochtergesellschaften verfügt, unterstehen nur die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung der obersten Holdinggesellschaft (Konzernleitung) der Offenlegungspflicht. Mitglieder von Verwaltungsräten und Geschäftsleitungen von Tochtergesellschaften unterstehen dagegen dieser Pflicht nicht, soweit sie nicht gleichzeitig auch der Konzernleitung angehören[560].

2. Der Umfang der Meldepflicht

2.1 Transaktionen im eigenen Vermögen der meldepflichtigen Person

Die Meldepflicht erfasst sämtliche Transaktionen, welche das Vermögen einer meldepflichtigen Person direkt oder indirekt betreffen und auf ihrem Willensentscheid beruhen. Primär werden damit alle Transaktionen erfasst, die eine Person auf eigenem Entschluss in ihrem eigenen Vermögen macht. Zusätzlich werden aber auch alle Transaktionen erfasst, die von einem Vermögensverwalter vorgenommen werden, der Vermögen der meldepflichtigen Person verwaltet[561], sofern die meldepflichtige Person die Möglichkeit hat, den Vermögensverwalter zu beeinflussen, was beim normalen, als Auftrag strukturierten Verwaltungsvertrag immer möglich ist. Nur wenn ein Dritter ein Vermögen völlig unabhängig und ohne Eingriffsmöglichkeiten der meldepflichtigen Person im Sinne eines "Blind Trust" verwaltet, gibt es keine Meldepflicht, da in diesen Fällen Investitions- und Devestitionsentscheide vom Willen der meldepflichtigen Person unabhängig sind[562]. Das Gleiche gilt auch, wenn die meldepflichtige Person an einer ungeteilten Erbschaft oder einem sonstigen Gesamtvermögen beteiligt ist, das von einem Dritten verwaltet wird, den die meldepflichtige Person nicht beeinflussen kann.

2.2 Transaktionen von Ehegatten

Ist die meldepflichtige Person verheiratet und untersteht dem Güterstand der Errungenschaftsbeteiligung oder der Gütergemeinschaft[563], wirken sich Transaktionen, die der Ehepartner vornimmt, auch auf das Vermögen der meldepflichtigen Person aus, da diese am Gemeinschaftsvermögen bzw. an der Errungenschaft beteiligt ist. Daher sind nach den Vorschriften der SIX auch derartige Transaktionen direkt meldepflichtig[564]. Bei der Gütertrennung müssen die Transaktionen, die der Ehepartner vornimmt, nicht gemeldet werden, da diese das Vermögen der meldepflichtigen Person nicht betreffen. In diesen Fällen ist aber allenfalls eine Meldung wegen einer Transaktion einer "nahestehenden

560 N 8 Kommentar zu Art. 56 KR und zur Richtlinie Management-Transaktionen der SIX.

561 N 33 und 84 Kommentar zu Art. 56 KR und zur Richtlinie Management-Transaktionen der SIX.

562 N 31 Kommentar zu Art. 56 KR und zur Richtlinie Management-Transaktionen der SIX.

563 Art. 196 ff. bzw. Art. 221 ff. ZGB.

564 N 27 ff. Kommentar zu Art. 56 KR und zur Richtlinie Management-Transaktionen der SIX; die Erfassung von Transaktionen des Ehepartners bei der Errungenschaftsbeteiligung ist allerdings dogmatisch betrachtet unrichtig, da gemäss Art. ZGB jeder Ehepartner sein eigenes Vermö gen unabhängig vom anderen verwaltet und deshalb die meldepflichtige Person auf die Entscheide ihres Ehegatten keinen Einfluss hat – bezüglich Verwaltung unterscheidet sich die Errungenschaftsbeteiligung nicht von der Gütertrennung.

Person" notwendig, wenn die meldepflichtige Person die Transaktion ihres Ehegatten beeinflusst hat[565].

Ist eine meldepflichtige Person verheiratet und untersteht sie einem ausländischen Güterstand, so sind die oben dargestellten Regeln analog anzuwenden[566]. In diesen Fällen ist die Meldepflicht daher immer gegeben, wenn die Transaktion irgendwelchen Einfluss auf das Vermögen bzw. die Höhe der Ansprüche der betroffenen Person im Falle der Auflösung der Ehe haben.

Die komplexen Regeln über die Meldepflicht bei Transaktionen von Ehegatten haben dazu geführt, dass in der Praxis heute alle Transaktionen von Ehegatten und über die unten behandelte Meldepflicht nahestehender Personen gemeldet werden, sofern das betroffene Ehepaar nicht getrennt lebt.

2.3 Transaktionen beherrschter Gesellschaft

Die Meldepflicht erfasst nicht nur Transaktionen, die sich direkt auf das Vermögen der meldepflichtigen Person auswirken, sondern auch Transaktionen, die nur eine indirekte Wirkung auf das Vermögen haben. Daher werden auch alle Transaktionen erfasst, die von Gesellschaften oder Personen getätigt werden, welche von einer meldepflichtigen Person wirtschaftlich oder faktisch beherrscht werden[567]. Daher werden Transaktionen von Kapitalgesellschaften immer dann von der Meldepflicht erfasst, wenn die meldepflichtige Person an der betreffenden Gesellschaft eine Mehrheitsbeteiligung hat oder diese auf andere Weise beherrscht[568]. Das Gleiche gilt auch bei anderen juristischen Personen und selbständigen Vermögen wie z.B. Stiftungen, Anstalten oder Trusts, wenn die meldepflichtige Person diese aufgrund gesellschaftsrechtlicher Gestaltung oder Verträgen beherrscht. Auch Transaktionen von Personengesellschaften, an denen die meldepflichtige Personen beteiligt sind, müssen gemeldet werden, sofern diese aufgrund ihrer Gesellschafterstellung einen massgeblichen Einfluss auf die Willensbildung hat.

Keine Meldung ist notwendig, wenn eine meldepflichtige Person eine Minderheitsbeteiligung an einer Kapital- oder Personengesellschaft hat und keinen massgeblichen Einfluss auf die Willensbildung aus dieser juristischen Person ausüben kann. Das Gleiche gilt auch, wenn bei einer analogen Beteiligung an einer Stiftung oder an einem selbständigen Vermögen – daher ist eine meldepflichtige Person nicht für Stiftungen und Pensionskassen meldepflichtig, wenn sie bloss deren Destinatär ist, aber keinen Einfluss auf die Anlage und Verteilung der Mittel hat.

---

565 In der Praxis geht die SIX im Sinne einer "natürlichen Vermutung" fast immer davon aus, dass der Ehegatte bei einer ungetrennten Ehe beeinflusst wird.

566 N 30 Kommentar zur Richtlinie Management-Transaktionen der SIX.

567 N 3 ff. Kommentar zu Art. 56 KR und zur Richtlinie Management-Transaktionen der SIX; E.88; Art. 3 Abs. 2 Richtlinie Management-Transaktionen der SIX.

568 Dieser Fall tritt z.B. ein, wenn die meldepflichtige Person eine grosse Beteiligung hat und das übrige Aktionariat breit gestreut ist; in diesem Falle kann die meldepflichtige Person an der Generalversammlung die Organe bestimmen und beherrscht so die Gesellschaft.

2.4 Transaktionen nahestehender Personen

Gemäss Art. 56 Abs. 3 KR bzw. Art. 3 Abs. 2 Richtlinie Management-Transaktionen der SIX müssen auch Transaktionen gemeldet werden, die nahestehende Personen machen, soweit deren Investitionsentschlüsse in massgeblicher Weise von der meldepflichtigen Person beeinflusst werden. Als nahestehende Personen gelten:

– **Lebenspartner**
  Die Transaktionen von Ehegatten und Lebenspartnern müssen gemeldet werden, wenn diese ihre Investitionsentscheide nicht völlig selbständig treffen[569]. Die Unsicherheiten, die sich bezüglich der Frage der massgeblichen Beeinflussung[570] und auch aus den oben dargestellten Problemen im Zusammenhang mit dem Güterstand ergeben[571], führen dazu, dass heute in der Praxis alle Transaktionen von Ehegatten und Lebenspartnern unabhängig vom Güterstand des Ehepaares gemeldet werden[572], solange die Ehegatten nicht getrennt leben.

– **Personen, die mit der meldepflichtigen Person im gemeinsamen Haushalt leben**[573]
  Unter diesem Titel werden Kinder und andere Personen erfasst, die mit einer meldepflichtigen Person zusammenleben. Auch wenn die Meldepflicht grundsätzlich nur greift, wenn die meldepflichtige Person die Entscheidungen dieser Person massgeblich beeinflusst, werden heute in der Praxis sämtliche Transaktionen von Personen, die mit der meldepflichtigen Person im gleichen Haushalt wohnen, gemeldet, um Probleme zu vermeiden[574].

– **Juristische Personen, bei denen die meldepflichtige Person eine Führungsfunktion hat**
  Sobald die meldepflichtige Person bei einer anderen Gesellschaft eine Führungsfunktion hat und in dieser Position deren Investitionsentscheide beeinflusst, muss sie die Transaktionen dieser juristischen Person ebenfalls melden[575]. Zu einer derartigen Meldepflicht kommt es beispielsweise, wenn ein Verwaltungsrat gleichzeitig CEO oder CFO einer anderen Gesellschaft ist und in dieser Funktion deren Investitionsentscheide beeinflusst. In diesem Fall müssen die gesamten Transaktionen dieser juristischen Person als Management-Transaktionen gemeldet werden.

---

569 Art. 3 Abs. 2 Ziff. 1 Richtlinie Management-Transaktionen der SIX.

570 Die Praxis zeigt, dass die SIX im Sinne einer "natürlichen Vermutung" immer davon ausgeht, dass die Investitionsentscheide von Ehegatten beeinflusst werden.

571 Wenn sich Transaktionen im Rahmen des Güterstandes auf das Vermögen bzw. die Anwartschaften der meldepflichtigen Person auswirken, besteht die Meldepflicht auch ohne massgeblichen Einfluss.

572 Die Regelung über "nahestehende Personen" greift unabhängig vom Güterstand, d.h. auch bei Gütertrennung.

573 Art. 3 Abs. 2 Richtlinie Management-Transaktionen der SIX.

574 Auch in diesen Fällen geht die SIX im Sinne einer "natürlichen Vermutung" von einer Beeinflussung aus.

575 Entscheid der Sanktionskommission vom 3. Juli 2009 (SaKo/MT/I/09); N 90 Kommentar zur Richtlinie Management-Transaktionen der SIX.

In der Praxis stellt sich dieses Problem jedes Mal, wenn ein Geschäftsleitungsmitglied einer Gesellschaft Verwaltungsrat einer kotierten Gesellschaft ist, sowie in allen Fällen, in denen eine Person in mehreren Verwaltungsräten arbeitet oder als ein Geschäftsleitungsmitglied einer kotierten Gesellschaft in den Verwaltungsrat einer anderen Gesellschaft gewählt wird, unabhängig davon, ob ein funktionaler Zusammenhang zwischen diesen Positionen besteht oder ob die Positionen völlig unabhängig voneinander sind. Problematisch ist diese Situation in der Praxis vor allem dann, wenn eine Gesellschaft tatsächlich mit den Aktien der anderen handelt, da dann jede dieser Transaktionen als Management-Transaktion gemeldet werden muss. Zu dieser Situation kommt es z.B., wenn ein Geschäftsleitungsmitglied einer Investmentgesellschaft, das an einer kotierten Gesellschaft beteiligt ist, in den Verwaltungsrat dieser kotierten Gesellschaft gewählt wurde[576]. Sollen derartige Meldepflichten vermieden werden, so sollte durch entsprechende Reglemente oder Weisungen bei der betroffenen Gesellschaft klargestellt werden, dass die Person, die im Verwaltungsrat der kotierten Gesellschaft ist, keinen Einfluss auf die Investitionsentscheide hat.

Die Meldepflicht gilt im Übrigen auch, wenn eine meldepflichtige Person im Stiftungsrat oder im Investmentkomitee einer Pensionskasse tätig ist – sämtliche Transaktionen der betreffenden Stiftung müssen dann als Management-Transaktionen gemeldet werden, sofern die meldepflichtige Person Einfluss auf die Investitionsentscheide der Stiftung hat[577].

3. Meldepflichtige Transaktionen

3.1 Aktien, Beteiligungspapiere und Derivate

Gegenstand der Meldepflicht sind Transaktionen in:

- Aktien, Partizipationsscheinen, Genussscheinen und anderen Beteiligungspapieren der betreffenden Gesellschaft;

- Optionsrechten, unabhängig davon, ob diese Rechte eine Realerfüllung oder einen Barausgleich vorsehen[578]. Dabei sind sämtliche Transaktionen in Put- wie auch Call-Optionen, d.h. der Kauf, der Verkauf und das Schreiben derartiger Optionen zu melden[579];

---

576 Vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 3. Juli 2009 (SaKo/MT/I/09).

577 N 90 Kommentar zur Richtlinie Management-Transaktionen der SIX.

578 Art. 5 Abs. 1 Ziff. 2 Richtlinie Management-Transaktionen; vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 24. September 2007 (SaKo/MT/I/07), E.9; Entscheid der Zulassungsstelle vom 29. Januar 2007 (ZUL/MT/VII/06), E.24.

579 Entscheid der Sanktionskommission vom 12. März 2009 (SaKo/MT/I/08), E. 2; Entscheid der Zulassungsstelle vom 11. Mai 2006 (ZUL/MT/I/06), E.2.

– Finanzinstrumenten, die einen direkten Bezug zur Kursentwicklung der Beteiligungspapiere der Gesellschaft haben. Die Meldepflicht besteht unabhängig davon, ob die betreffenden Finanzinstrumente den Bezug oder Verkauf von Beteiligungspapieren ermöglichen, weshalb auch alle Finanzinstrumente ohne Realerfüllung wie insbesondere Contracts for a Difference, Termingeschäfte, etc. gemeldet werden müssen.

3.2 Keine Meldepflicht bei Obligationen sowie diversifizierten Fonds und Derivaten

Transaktionen in Obligationen müssen nicht gemeldet werden, da sich die Meldepflicht allein auf Aktien und Beteiligungspapiere bezieht. Keine Meldepflicht gibt es auch bei Transaktionen in Fonds oder in Baskets bzw. Zertifikaten, soweit Beteiligungspapiere bzw. Optionen und Wandelrechte der Gesellschaft nicht mehr als ein Drittel des Wertes des betreffenden Instrumentes bestimmen[580]. Wird dieser Drittel überschritten, so handelt es sich dagegen um meldepflichtige Finanzinstrumente.

3.3 Keine Meldepflicht bei der Zuteilung von Beteiligungspapieren und Derivaten als Arbeitsentschädigung

Von der Meldepflicht ausgenommen ist der Erwerb von Beteiligungspapieren oder Optionen, der auf arbeitsvertraglicher Grundlage bzw. als Bestandteil einer Vergütung erfolgt[581], da dieser Erwerb nicht auf einem individuellen Kaufentscheid basiert und deshalb für die Marktteilnehmer keinen Signalcharakter hat. Daher ist die Zuteilung von Optionen bzw. Mitarbeiteraktien nicht zu melden. Derartige Zuteilungen müssen allerdings gemäss dem vorne dargestellten Grundsätzen im nächsten Corporate Governance Bericht erwähnt werden.

Diese Ausnahme greift aber nur dann, wenn die betreffenden Beteiligungspapiere und Optionen zugeteilt werden, ohne dass die meldepflichtige Person diese Zuteilungen in irgendeiner Art beeinflussen kann. Sobald die betreffende Person einen Einfluss auf die Zuteilung hat, weil sie beispielsweise ein Wahlrecht zwischen der Zuteilung von Aktien, Optionen oder Bargeld ausüben kann[582], muss der betreffende Erwerb gemeldet werden, da er ja dann von einer bewussten Entscheidung der meldepflichtigen Person getragen wird[583].

Der Verkauf von Optionen oder Beteiligungspapieren, welche eine meldepflichtige Person als Entschädigung erhalten hat, sowie die Ausübung derartiger Optionen ist dagegen meldepflichtig[584].

---

580 Art. 4 Abs. 44 Richtlinie Management-Transaktionen.

581 Art. 6 Richtlinie Management-Transaktionen.

582 Zum Teil sehen Entschädigungsprogramme vor, dass die berechtigten Personen selbst darüber entscheiden können, welcher Anteil des Bonus in Aktien oder Optionen geleistet und welcher in bar ausbezahlt wird.

583 N 116 Kommentar zur Richtlinie Management-Transaktionen der SIX.

584 Entscheid der Zulassungsstelle vom 29. Januar 2007 (ZUL/MT/VII/06), E.25; vgl. N 118 Kommentar zur Richtlinie Management-Transaktionen der SIX.

3.4 Keine Meldepflicht bei Erbschaft, Schenkung und güterrechtlichem Übergang

Nicht meldepflichtig ist auch der Erwerb von meldepflichtigen Wertpapieren bzw. -rechten durch Erbschaft, Schenkung oder durch güterrechtliche Vermögensübergänge, da bei derartigen Transaktionen der Erwerb ohne Willen der meldepflichtigen Person erfolgt und deshalb auch keine für die Anleger nützliche Signalwirkung hat[585].

4. Meldung und Veröffentlichung

Die meldepflichtige Person muss der Gesellschaft die betreffende Transaktion gemäss Art. 56 Abs. 2 KR spätestens am zweiten Börsentag nach Entstehung der Meldepflicht erstatten. Die Meldepflicht entsteht durch den Abschluss einer, der in Ziff. E.3.3 oben dargestellten Transaktionen. Entscheidend ist dabei der Zeitpunkt, in dem die obligatorische Verpflichtung entsteht, unabhängig davon, ob diese Bedingungen unterworfen ist[586]. Der spätere Vollzug der Transaktion löst dagegen keine weiteren Meldepflichten aus.

Die Gesellschaft muss die bei ihr eingegangenen Meldungen gemäss Art. 56 Abs. 4 KR innerhalb von drei Börsentagen nach Eingang der Meldung an die SIX weiterleiten. Dabei muss sie gemäss Art. 8 Abs. 1 der Richtlinie Management-Transaktionen zwingend das elektronische Meldeblatt der SIX verwenden, worauf die Meldung dann automatisch auf der Webseite der SIX Exchange Regulation erscheint.

Der Inhalt der Meldung, welche die Gesellschaft der SIX abgeben muss, wird in Art. 56 Abs. 4 KR im Einzelnen beschrieben[587]. In den Details zur Transaktion müssen auch Name und Funktion der meldepflichtigen Person angegeben werden. Während die Angaben über die Transaktion und die Funktion der meldepflichtigen Person von der SIX auf der oben erwähnten Homepage veröffentlicht werden, wird der Name der betroffenen Person aber nicht veröffentlicht.

5. Die Pflichten des kotierten Unternehmens:

Die SIX kann die von der Meldepflicht betroffenen Personen, d.h. die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung kotierter Gesellschaften, nicht direkt in die Pflicht nehmen, da die SIX aufgrund der Kotierung nur ein Rechtsverhältnis zur kotierten Gesellschaft nicht aber zu ihren Organen hat[588]. Die Erfüllung der Meldepflicht ist daher eine Verpflichtung des kotierten Unternehmens selbst. Um dieser Verpflichtung nachzukommen, müssen kotierte Gesellschaften ihrerseits gemäss Art. 56 Abs. 2 KR[589]

---

585 Art. 56 Abs. 3 KR.

586 Art. 7 Abs. 1 Richtlinie Management-Transaktionen; N 122 ff.; Kommentar zu Art. 56 KR und zur Richtlinie Management-Transaktionen der SIX; Sanktionsbescheid vom 19. Mai 2009 (SER/MT/I/09), E.50.

587 Dazu N 41 ff. Kommentar zur Richtlinie Management-Transaktionen der SIX.

588 Entscheid der Sanktionskommission vom 13. November 2007 (SaKo/AHP/IV/07), E.4.

589 Richtlinie betr. Offenlegung von Management-Transaktionen vom 29. Oktober 2008.

dafür sorgen, dass die meldepflichtigen Personen ihren Pflichten auch tatsächlich nachkommen und dass die entsprechenden individuellen Meldungen im Unternehmen richtig verarbeitet werden[590]. Im Einzelnen müssen kotierte Gesellschaften folgendes vorkehren:

5.1 Weisungen und Ausbildungen

Um ihren Pflichten nachzukommen, muss eine kotierte Gesellschaft primär sicherstellen, dass die meldepflichtigen Personen tatsächlich ihrer Meldepflicht nachkommen:

– **Interne Weisung/Reglement**
Die Gesellschaft muss ein Reglement oder eine Weisung erlassen, in dem sie folgende Punkte regelt:

- Kreis der betroffenen Personen: Diese müssen aufgrund ihrer Funktionen bezeichnet werden[591], sodass bezüglich der Personen, die der Meldepflicht unterworfen sind, keine Unklarheiten bestehen.

- Die von der Meldepflicht erfassten Transaktionen: In diesem Punkt müssen Weisungen bzw. Reglemente die entsprechenden Regelungen der Richtlinie betreffend Offenlegung von Management-Transaktionen wiedergeben und die Betroffenen auch darauf aufmerksam machen, dass sie Transaktionen nahestehender Personen melden müssen[592].

- Interner Adressat der Meldung: Das Unternehmen muss intern eine Person bezeichnen, welche die Meldungen entgegennimmt und weitergibt.

- Frist in der die Meldung erstattet werden muss.

- Auskunftserteilung: Typischerweise bezeichnen derartige Reglemente auch eine Person, welche den von der Meldepflicht betroffenen Manager und Verwaltungsräten zur Verfügung steht, falls sie im Zusammenhang mit konkreten Transaktionen Fragen haben. In Anbetracht der Komplexität der Melderegeln, ist eine derartige interne Anlauf- und Auskunftsstelle heute unabdingbar, da es sonst in komplexen Situationen fast zwangsläufig zu Fehlern kommt.

Ein derartiges Reglement muss genügend detailliert sein, dass die meldepflichtigen Personen allein aus dem Text des Reglements erkennen können, in welchen

590 Sanktionsbescheid vom 19. Mai 2009 (SER/MT/I/09), E.40 ff.

591 Verwaltungsratsmitglied, Mitglied des Executive Committees etc.

592 Erfahrungsgemäss ergeben sich in diesem Bereich immer die grössten Probleme.

Fällen sie Meldung erstatten müssen und welche Informationen die Meldung umfassen muss[593].

– **Individuelle Kontaktnahme mit den meldepflichtigen Personen**
Da die Meldepflicht nur eine relativ geringe Anzahl von Personen betrifft, muss das Unternehmen diese einzeln bezeichnen und sie auch einzeln auf ihre Pflichten aufmerksam machen[594].

– **Ausbildung**
Die blosse Aushändigung eines internen Reglements reicht nach der Praxis der SIX nicht, um ausreichende Informationen und Instruktionen einer meldepflichtigen Person zu gewährleisten[595]. Eine kotierte Gesellschaft muss beim Eintritt einer Person in die Meldepflicht[596] ein Instruktionsgespräch durchführen und für den gesamten betroffenen Personenkreis diese Ausbildung auch periodisch wiederholen[597]. In der Praxis empfiehlt sich, diese Ausbildung jährlich durchzuführen und auch zu dokumentieren.

– **Definition der internen Verantwortlichkeit für die Weiterleitung**
Die kotierte Gesellschaft muss im Rahmen des oben erwähnten Reglements sicherstellen, dass die Meldungen an eine bestimmte Stelle bzw. Person erfolgt, und auch Vorkehrungen treffen, dass diese die eintreffenden Meldungen innert der oben erwähnten Frist von drei Tagen an die SIX weitermeldet. Dabei muss die Gesellschaft auch sicherstellen, dass die zuständige Person einen Vertreter hat, falls sie einmal abwesend ist, sodass die Meldepflicht unabhängig von der Anwesenheit bzw. Verhinderung bestimmter Personen funktioniert.

– **Sanktionen**
Die SIX verlangt, dass eine Gesellschaft mindestens bei der zweiten Verletzung der Meldepflicht durch eine bestimmte Person Sanktionen ergreift; diese können in einem Verweis, aber auch in der Kürzung von Bonusansprüchen liegen[598].

---

593 Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle vom 4. September 2006 (ZUL/MT/IV/06, Rz. 23); in diesem Fall wurde eine Sanktion ausgesprochen, weil eine meldepflichtige Person eine notwendige Meldung nicht gemacht hatte und interne Weisungen mangelhaft waren, weil sie nicht erklärten, welche Beteiligungsrechte und Finanzinstrumente Gegenstand der Meldepflicht sind, und auch keine Informationen über die Angaben enthielt, die in einer Meldung aufgeführt werden müssen.

594 Vgl. Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle vom 4. September 2006 (ZUL/MT/IV/06, Rz. 37); Entscheid der Sanktionskommission vom 12. März 2009 (SaKo/MT/I/08, Rz.8).

595 Vgl. Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle vom 4. September 2006 (ZUL/MT/IV/06, Rz. 37); Entscheid der Sanktionskommission vom 12. März 2009 (SaKo/MT/I/08, Rz.8); N 13 Kommentar zur Richtlinie Management-Transaktionen der SIX.

596 Wahl als Verwaltungsrat oder in die Geschäftsleitung.

597 Entscheid der Sanktionskommission vom 12. März 2009 (SaKo/MT/I/08, Rz. 8); Sanktionsbescheid der SIX Exchange Regulation vom 19. Mai 2009 (SER/MT/I/09, Rz. 40); N 15 Kommentar zur Richtlinie Management-Transaktionen der SIX.

598 N 17 Kommentar zur Richtlinie Management-Transaktionen der SIX.

6. Verhältnis zur Meldepflicht nach Art. 20 BEHG

Die Meldepflicht für Management-Transaktionen ist rechtlich unabhängig von der Meldepflicht wesentlicher Beteiligungen im Sinne von Art. 20 BEHG. Dies bedeutet, dass Personen, die der Meldepflicht für Management-Transaktionen unterliegen, neben diesen Meldungen auch noch selbst eine Meldung nach Art. 20 BEHG machen müssen, wenn sie einen der Grenzwerte überschreiten, der in dieser Bestimmung aufgeführt wird. Diese Meldepflicht stellt im Gegensatz zur Meldepflicht gemäss Kotierungsreglement eine persönliche Pflicht der betreffenden Personen dar und wird auch bei diesen gemäss Art. 41 BEHG direkt geahndet.

D. Die Mitteilung gesellschaftsrechtlicher Veränderungen

– *Änderungen der mit den kotierten Beteiligungspapieren verbundenen Rechte sowie wichtige gesellschaftsrechtliche Veränderungen wie Namens- und Sitzänderungen, der Vollzug von Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen sowie auch Generalversammlungsbeschlüsse müssen der Börse und dem Publikum mitgeteilt werden.*

Gemäss Art. 55 KR müssen kotierte Unternehmen das Publikum und die Börse über gesellschaftsinterne Veränderungen orientieren, soweit diese irgendeinen Einfluss auf die kotierten Rechte haben. Diese Informationspflicht wird von der SIX extensiv interpretiert und im Einzelnen im Rundschreiben Nr. 1[599] geregelt. Anhang 1 zu diesem Rundschreiben enthält eine Checkliste der Mitteilungen, die gegenüber der SIX gemacht werden müssen und hält auch fest, welche Mitteilungen an die Öffentlichkeit weitergeleitet werden. Dabei handelt es sich beispielsweise um die Meldung von Namens- und Sitzänderungen, den Vollzug von Kapitalerhöhungen und Kapitalherabsetzungen, Generalversammlungsbeschlüsse und ähnlichen Vorkommnissen[600].

Die Publikation von gesellschaftsinternen Vorgängen gemäss Art. 55 KR ersetzt aber nicht die Pflicht zur Ad hoc-Publikation gemäss Art. 53 KR[601]. Dementsprechend sind z.B. Generalversammlungsbeschlüsse, die kursrelevant sind, nicht nur nach Art. 55 KR zu melden, sondern müssen sofort nach der entsprechenden Generalversammlung auch gemäss Art. 53 KR im Rahmen einer Ad hoc-Mitteilung veröffentlicht werden.

599 Rundschreiben Nr. 1 betr. Meldepflichten im Rahmen der Aufrechterhaltung der Kotierung vom 29. Oktober 2008.

600 Vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 19. Dezember 2009 (SaKo/MT/III/109), E.7; Entscheid der Disziplinarkommission i.S. Habsburg Holdings Ltd. vom 11.10.2002 betreffend Verletzung der Pflicht zur rechtzeitigen Einreichung diverser Unterlagen zur Generalversammlung; Entscheid der Disziplinarkommission vom 22. August 2002 (DK/MEP/I/02); vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 19. Dezember 2009 (SaKo/MT/III/109), E.7 betreffend Verletzung der Pflicht zur Meldung von Generalversammlungsbeschlüssen; Entscheid der Sanktionskommission vom 16. April 2009 (SaKo/AHP/IM/II/08), E.7. Keine Meldung der Kontaktperson.

601 Art. 1 Rundschreien Nr. 1 Meldepflichten im Rahmen der Aufrechterhaltung der Kotierung.

E. Sanktionen für die von der SIX auferlegten Informationspflichten

- *Die SIX spricht Sanktionen gegen kotierte Gesellschaften aus, die ihre Pflichten, die sich aus der Kotierung ergeben, verletzen. Sanktionen können insbesondere bei Verletzung der Informationspflichten bezüglich finanzieller Berichterstattung (Jahres- und Halbjahresberichte), Corporate Governance und Ad hoc-Publizität ausgesprochen werden;*

- *Bei Verletzungen können ein Verweis, eine Busse, die Sistierung des Handels oder sogar die Dekotierung angeordnet werden. Sanktionsentscheide werden unter Namensnennung veröffentlicht ("name and shame");*

- *Bemessungsbasis für die Anordnung der Strafe sind die objektive Schwere des Verstosses und das Verschulden der Gesellschaft, wobei Wiederholungen schärfer bestraft werden. Der Massstab der Sorgfaltspflicht für kotierte Unternehmen ist allerdings sehr hoch, sodass praktisch jeder objektiver Regelverstoss als fahrlässig taxiert wird;*

- *Bei Verdacht auf Regelverletzungen untersucht die Abteilung Listing & Enforcement den Sachverhalt. Falls sie das Verfahren nicht selbst mit einem Sanktionsbescheid abschliesst oder einstellt, stellt sie einen Sanktionsantrag bei der Sanktionskommission. Die Sanktionskommission hört die betroffene Partei an und erlässt darauf einen Entscheid, mit dem sie eine Sanktion (Verweis, Busse, Sistierung des Handels oder Dekotierung) ausspricht. Dieser Entscheid kann beim ständigen Schiedsgericht der SIX angefochten werden.*

Die SIX sieht in Art. 59 ff. KR vor, dass Verstösse gegen das Kotierungsreglement mit Sanktionen geahndet werden können. Derartige Sanktionen können vor allem auch gegen Gesellschaften ausgesprochen werden, die ihre Informationspflichten oder andere Pflichten, die sich aufgrund der Kotierung ergeben, verletzen. Damit kann die SIX derartige Sanktionen insbesondere gegen Gesellschaften aussprechen, welche die Pflichten zur periodischen Publizität, zur Meldung von Management Transaktionen, zur Ad hoc-Publizität oder zu den übrigen von der SIX auferlegten Informationspflichten verletzen[602].

Die SIX verfolgt Verletzungen der Informationspflichten mit einem "institutionellen Enforcement", das die Abteilung Listing & Enforcement wahrnimmt. Diese verfolgt laufend die Publikationstätigkeit kotierter Unternehmen. Ziel dieses Enforcements ist es, mit der Durchsetzung der Informationsregeln eine qualitativ hoch stehende Berichterstattung am Kapitalmarkt aufrecht zu erhalten[603]. Damit werden die Grundlagen für das effiziente Funktionieren des Marktes gesichert und auch der Anlegerschutz sichergestellt. Die Enforcement-Aktivitäten der SIX haben primär eine repressive Funktion: Die betroffenen Unternehmen werden durch den entsprechenden Entscheid gezwungen, ihre

602 Sanktionsbescheid der SIX vom 14. Februar 2007 (GBZ/RLE/V/07), E.8.

603 Institute for Accounting, Controlling and Auditing, 2010, S. 1.

Berichterstattung zu korrigieren und die Marktteilnehmer richtig zu informieren. Das Enforcement durch die SIX hat aber auch präventive Wirkung, da kotierte Unternehmen sich nach den Entscheiden der SIX bzw. ihrer Sanktionskommission ausrichten und im Bewusstsein der Überwachung durch die Abteilung Listing & Enforcement ihre Anstrengungen zur Einhaltung der Regeln der SIX verstärken[604]. Die Publikation bzw. das "name and shame" hat häufig auch starke Auswirkungen auf Dienstleister, die zu einem Fehler eines Unternehmens beigetragen haben. Insbesondere trifft der Vorwurf einer unrichtigen Rechnungslegung häufig indirekt auch die Revisionsstelle, wenn sie nicht selbst in ihrem Revisionsbericht auf dieses Problem aufmerksam gemacht hat[605].

1. Grundlage und Natur der Sanktionen

Die Kotierung an der SIX ist ein privatrechtliches Verhältnis zwischen der SIX und dem kotierten Unternehmen, das mit der Kotierung entsteht und mit der Dekotierung endet. Dementsprechend sind auch die im Kotierungsreglement vorgesehenen Sanktionen privatrechtlicher Natur, d.h. es handelt sich letztlich um Vertragsstrafen, mit denen die SIX die Einhaltung der Verpflichtungen absichert, welche die Gesellschaften mit der Kotierung eingegangen sind[606]. Da die Sanktionen auf einem privatrechtlichen Verhältnis zwischen SIX und kotierter Gesellschaft beruhen, kann die SIX auch immer nur gegen die kotierten Gesellschaften selbst vorgehen, nicht aber gegen die natürlichen Personen, welche für die Gesellschaften handeln[607]. Dies gilt insbesondere auch für die Meldung von Management Transaktionen[608], obwohl letztlich die Mitglieder von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung Transaktionen melden müssen und die Gesellschaft selber nur die Meldungen weiterleiten kann, die sie erhält[609].

Problematisch ist, dass die Sanktionen der SIX aufgrund ihrer vertraglichen Basis nicht die Personen treffen, die für die Verletzung der börsenrechtlichen Verpflichtungen persönlich verantwortlich sind, sondern immer nur die kotierte Gesellschaft und damit indi-

---

604 Institute for Accounting, Controlling and Auditing, 2010, S. 1 f.

605 Vgl. Entscheid der Disziplinarkommission vom 29. Juni 2005 (DK/RLE/III/05), in dem ein Fall einer Revisionsstelle dargestellt wird, die trotz Abweichungen vom massgebenden Buchhaltungsstandard einen vorbehaltslosen Prüfungsbericht abgegeben hat. Die Zulassungsstelle hatte daher im Sanktionsentscheid gegen das kotierte Unternehmen festgehalten, dass die SIX in den folgenden zwei Jahren die Jahresrechnungen aller Gesellschaften, die von den betreffenden Revisoren revidiert wurden, einer umfassenden Prüfung unterziehen würde. Obwohl der Entscheid formell nicht gegen die Revisionsgesellschaft bzw. die beiden Revisoren gerichtet war (die betreffende Aussage erschien auch nur in der Begründung und nicht im Dispositiv des Entscheides), hat er negative Konsequenzen für die Reputation und die Geschäftstätigkeit der betroffenen Revisionsgesellschaft und Revisoren; Entscheid der Zulassungsstelle vom 16. Februar 2007 (ZUL/RLE/II/06): Direkter Sanktionsentscheid gegen eine Revisionsstelle wegen eines eventualvorsätzlich unrichtigen Revisionsberichtes. Institute for Accounting, Controlling and Auditing, 2010, S. 25 f.

606 Die Sanktionskommission bezeichnet die Sanktionen deshalb zum Teil in ihren Entscheiden auch als "Konventionalstrafe"; vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 8. April 2009 (SaKo/RLE/I/09), E.15; Entscheid der Sanktionskommission vom 11. September 2009 (SaKo/MT/II/09), E.5.

607 Entscheid der Sanktionskommission vom 18. Dezember 2009 (SaKo/MT/III/09), E.8.

608 Dazu im Einzelnen Ziff. E.3.

609 Vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 13. November 2007 (SaKo/AHP/IV/07), E.4.

rekt deren Aktionäre[610]. Dies gilt nicht nur für die Bussen, sondern auch für die Sistierung des Handels und die Dekotierung, da die Aktionäre durch diese Sanktionen die Möglichkeit zum Handel ihrer Aktien verlieren. Bei Geldbussen kann ein Unternehmen aber immerhin gegen die fehlbaren Organe auf der Basis ihrer arbeitsrechtlichen bzw. organschaftlichen Verpflichtungen Regress nehmen, sofern sie diese schuldhaft verletzt haben. Ein derartiger Regress ist z.B. möglich, wenn ein Verwaltungsratsmitglied trotz entsprechender Weisung in einem internen Reglement seine Transaktionen in Aktien der Gesellschaft nicht meldet und deshalb das Unternehmen seine Pflichten zur Meldung von Management Transaktionen verletzt; Ein Regress ist aber auch gegen einen Drittdienstleister möglich, wenn dieser seine vertraglich übernommenen Pflichten nicht erfüllt, weil er z.B. eine Ad hoc-Meldung zu spät übermittelt und dies dann zu einer entsprechenden Sanktion führt.

2. Die Zurechnung des Verhaltens von Organ- und Hilfspersonen

Das Verhalten von Organ- und Hilfspersonen wird einer kotierten Gesellschaft gemäss Art. 55 ZGB bzw. Art. 101 OR vollumfänglich zugerechnet. Dies gilt auch für das Verhalten von Dienstleistern, die in irgendeiner Weise an der Erfüllung der Publizitätspflichten beteiligt sind, indem sie z.B. im Auftrag des betreffenden Unternehmens Ad hoc-Mitteilungen formulieren oder diese übermitteln. Unterläuft diesen Personen ein Fehler, weil sie z.B. eine Ad hoc-Mitteilung zu spät an die Medien übermitteln, kann dies zu einer Sanktion gegen das Unternehmen führen[611].

Die SIX geht davon aus, dass ein kotiertes Unternehmen sich so organisieren muss, dass es seine Pflichten entweder mit eigenem Personal oder mit Drittpersonen erfüllt und dass die Organe den Personen, die sie innerhalb oder ausserhalb des Unternehmens mit der Erfüllung dieser Pflichten beauftragen, entsprechende Weisungen erteilen[612]. Die Anforderungen an die Organisation kotierter Gesellschaften sind relativ hoch: Die SIX verlangt nicht nur, dass die betreffenden Personen die Regeln der SIX im Detail kennen und befolgen. Die Gesellschaft muss auch in der Lage sein, bei geschäfts-, krankheits- oder ferienbedingter Abwesenheit der primär verantwortlichen Personen, die Einhaltung der börsenrechtlichen Pflichten durch eine entsprechende Vertretungsregelung zu gewährleisten[613].

---

610 Wie oben dargestellt ergibt sich diese Problematik letztlich aus dem Charakter der Sanktion als Konventionalstrafe, die nur die kotierte Gesellschaft selbst treffen kann.

611 Entscheid der Sanktionskommission vom 16. April 2009 (SaKo/AHP/II/08), E.4. Die betroffene Gesellschaft hatte ein Drittunternehmen mit der Veröffentlichung der Ad hoc Mitteilung beauftragt. Diese Übermittlung erfolgte aufgrund eines Missverständnisses 13 Minuten vor Börsenschluss.

612 Entscheid der Sanktionskommission vom 18. Dezember 2009 (SaKo/MT/III/09), E.2 und E.8; Entscheid der Sanktionskommission vom 3. Juli 2009 (SaKo/MT/I/09), E.9 ff.: Beispiel eines Unternehmens, das aus der Sicht der Sanktionskommission bezüglich der Meldepflicht von Management Transaktionen nur ungenügende Vorkehrungen traf.

613 Entscheid der Zulassungsstelle vom 2. Juli 2006 (ZUL/MT/III/06), E.37 f.

3. Die möglichen Sanktionen

Art. 61 KR sieht für kotierte Gesellschaften folgende Sanktionen vor, die auch kumulativ ausgesprochen werden können:

- Verweis[614];
- Busse bis CHF 1 Mio. bei Fahrlässigkeit bzw. CHF 10 Mio. bei Vorsatz;
- Sistierung des Handels;
- Dekotierung oder Umteilung in einen anderen Kotierungsstandard;
- Ausschluss von der Kotierung weiterer Effekten.

Der Sanktionsentscheid der SIX wird gemäss Art. 6.3 der Verfahrensordnung in einer Medienmitteilung publiziert, in der auch der Name der betroffenen Gesellschaft offengelegt wird[615]. Diese Publikation hat faktisch ebenfalls Sanktionscharakter ("name and shame")[616], wobei die entsprechende Reputationseinbusse für die betroffenen Unternehmen meist schwerer wiegt als ein Verweis oder eine Busse.

Die Veröffentlichung des Sanktionsentscheides macht Aktionäre und Marktteilnehmer auf die Probleme der Gesellschaft aufmerksam. Gerade wenn diese Probleme die Rechnungslegung betreffen und das Ergebnis unrichtig ausgewiesen worden ist, können diese Veröffentlichungen Auswirkungen auf die Kursbildung haben und auch zu schwierigen Situationen für die verantwortlichen Organe führen. Das Institute for Accounting, Controlling and Auditing der Universität St. Gallen hat in einer Studie[617] nachgewiesen, dass bei Sanktionsmeldungen im Bereich des Rechnungswesens tatsächlich signifikante negative Kursveränderungen eintreten. Dies zeigt, dass die Markteilnehmer die Publikation von Sanktionen tatsächlich beachten und in ihre Kaufs- bzw. Verkaufsentscheide einbeziehen. Dabei differenzieren die Marktteilnehmer erfahrungsgemäss allerdings auch stark nach dem Inhalt der Meldung. Betrifft diese nur eine technische Frage, wie z.B. die Aufteilung gewisser Erträge und Aufwendungen im Rahmen der Segmentsberichterstattung, kommt es kaum zu signifikanten Kursveränderungen. Führen die Feststellungen der SIX dagegen zu einem Restatement der Finanzberichterstattung mit erheblich tieferem Gewinn, so führt dies auch zu einem entsprechend starken Kursrückgang.

Ein kotiertes Unternehmen darf den Sanktionsentscheid der SIX selbst nicht geheim halten. Ein derartiger Entscheid unterliegt vielmehr der Ad hoc- Publizität, weshalb eine

---

614 Vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 11. September 2009 (SaKo/MT/II/09), E.12. Kombination einer leichten Fahrlässigkeit mit einer geringfügigen Abweichung vom Normverhalten (Verzögerung einer Meldung über Managementtransaktionen um wenige Tage) bei richtiger Instruktion aller Beteiligten.

615 Vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 11. September 2009 (SaKo/MT/II/09), E.14.

616 Institute for Accounting, Controlling and Auditing, ACA Hsg. Universität St. Gallen, Fehler und deren Korrektur in der Rechnungslegung, Enforcement durch die SIX, Exchange Regulation, 2010, St. Gallen (veröffentlicht http://www.six-exchange-regulation.com), S. 5.

617 Institute for Accounting, Controlling and Auditing, 2010, S. 5 ff.

entsprechende Meldung veröffentlicht und auch im "Pull System"[618] dem Publikum noch während mindestens zwei Jahren zur Verfügung gehalten werden muss.

4. Die Bemessungsfaktoren

Die Sanktionen werden gemäss Art. 61 Abs. 2 KG nach folgenden Faktoren[619] bemessen:

– **Objektive Bedeutung der Verletzung:**
Primäres Kriterium für die Festlegung der Sanktion ist die Schwere der Regelverletzung, d.h. das Mass der Abweichung zwischen dem vorgeschriebenen Verhalten und dem tatsächlichen Verhalten. Aufgrund der starken Betonung der objektiven Bedeutung der Regelverletzung bei der Festlegung der Sanktion bezeichnet die SIX ihre Sanktionsordnung auch als "Erfolgsstrafrecht", bei dem objektive Gesichtspunkte im Vordergrund stehen[620].

Entsprechend dem Ziel der Publizitätsvorschriften ist für die Beurteilung der objektiven Bedeutung der Regelverletzung entscheidend, wie stark sich das Fehlverhalten der Gesellschaft auf die Informationslage der Marktteilnehmer auswirkt[621]. Dabei zeigt die Praxis, dass die einzelnen von der SIX aufgegriffenen Regelverletzungen tatsächlich sehr unterschiedliche Auswirkungen auf die Information des Marktes haben. Bei den Verletzungen der Ad hoc-Publizitätsvorschriften reicht das Fehlverhalten von der unbeabsichtigten Verzögerung einer Meldung um einige Minuten[622] bis zum bewussten Unterdrücken von Nachrichten, die für die Investitionsentscheide des Publikums wesentlich sind. Soweit Management Transaktionen betroffen sind wird die Schwere der Verfehlung durch die Grösse der Transaktion bestimmt, die nicht gemeldet wird. Je höher das Volumen der nicht gemeldeten Transaktionen ist und je länger die Mitteilung verzögert wurde[623], desto schärfer muss auch die Sanktion ausfallen. Am Klarsten lassen sich die Auswirkungen auf die Informationslage bei der Verletzung der Buchhaltungsstandards beurteilen: Die SIX stellt jeweils auf die Differenz zwischen dem ausgewiesenen

618 Dazu im Einzelnen Ziff. E.2.5.2. vorne.

619 Vgl. Sanktionsbescheid vom 28. Februar 2007 (GBZ/RLE/VII/09), E.31 mit Analyse von Verschulden und Schwere der Verletzung in Rz. 32 ff.

620 Entscheid der Sanktionskommission vom 11. September 2009 (SaKo/MT/II/09), E.5.

621 Vgl. Entscheid vom 29. November 2005 (ZUL/CG/V/05), E.41 ff., wo ganze Bereiche des Corporate Governance Berichtes weggelassen wurden und deshalb die Aktionäre und Marktteilnehmer keine entsprechenden Informationen erhielten. Dies wurde als schwere Verletzung betrachtet.

622 Entscheid der Sanktionskommission vom 16. April 2009 (SaKo/AHP/II/08), E.4. Die betroffene Gesellschaft hatte ein Drittunternehmen mit der Veröffentlichung der Ad hoc Mitteilung beauftragt. Diese Übermittlung erfolgte aufgrund eines Missverständnisses 13 Minuten vor Börsenschluss.

623 Vgl. Sanktionsbescheid vom 19. Mai 2009 (SER/MT/I/09), E.8: Verzögerung um bloss fünf Tage.

Ergebnis und dem tatsächlichen Ergebnis ab, das bei richtiger Anwendung des Rechnungslegungsstandards ausgewiesen worden wäre[624].

Die Sanktion fällt auch höher aus, wenn eine kotierte Gesellschaft gleichzeitig mehrere Vorschriften verletzt, da dann mindestens in der Kumulation eine objektiv schwerere Verfehlung vorliegt[625].

– **Verschulden:**
Ein weiterer Faktor ist das Verschulden der Organe, die für die Gesellschaft handeln[626]. Eine Pflichtverletzung kann auf eine leichte Fahrlässigkeit zurückgehen, weil z.B. Hilfspersonen bei der Übermittlung versagten und deshalb eine Ad hoc-Meldung zu spät oder zu früh verbreitet wurde[627] oder weil einzelne technische Vorschriften des IFRS Regelwerkes übersehen wurden[628].

Bei der Analyse der Praxis der SIX wird aber klar, dass aus der Sicht der SIX praktisch bei jeder objektiven Regelverletzung mindestens eine leichte Fahrlässigkeit gegeben ist. Dies ist darauf zurückzuführen, dass kotierte Gesellschaften nach dem Verständnis der SIX verpflichtet sind, sich so zu organisieren, dass sie ihren Pflichten jederzeit nachkommen können. Aus dieser Sicht weist eine Regelverletzung, die nicht gerade auf höhere Gewalt zurückzuführen ist, immer ein auf Organisationsverschulden hin, das mindestens als leichte Fahrlässigkeit betrachtet wird[629]. Zum Teil liegt aber auch grobe Fahrlässigkeit[630] oder sogar Vorsatz[631] vor.

---

624 Sanktionsbescheid vom 8. September 2009 (SB/RLE/V/09), E.41; vgl. Sanktionsbescheid vom 24. April 2009 (SER/RLE/III/09), E.20; Entscheid der Sanktionskommission vom 8. April 2009 (SaKo/RLE/I/109), E.9 ff.; Entscheid der Zulassungsstelle vom 16. Februar 2007 (ZUL/RLE/III/06), E.104 ff. (Ausweis eines Gewinnes anstelle eines Verlustes).

625 Vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 25. März 2009 (SaKo/RLE/II/08, SaKo/AHP I/08): Kombination der Verletzung von Vorschriften über die Ad hoc-Publizität und die Rechnungslegung; Entscheid der Sanktionskommission vom 18. September 2009 (SaKo/MT/II/09, SaKo/MP/I/09, SaKo/AHP/III/09 Kombination einer Verletzung der Vorschriften über Ad hoc-Publizität und die Veröffentlichung von Managementtransaktionen).

626 Vgl. zu den verschiedenen Formen des Verschuldens und ihrer Bewertung durch die SIX, Sanktionsbescheid vom 1. Oktober 2008 (GBZ/RLE/IV/08), E.19 ff.; Sanktionsbescheid vom 28. Februar 2007 (GBZ/RLE/VII/07), E.32 ff.

627 Vgl. Entscheid der Disziplinarkommission vom 24. März 2005 (ZUL/AHP/V/05) (sic!), E. 1; Entscheid der Sanktionskommission vom 16. April 2009 (SaKo/AHP/II/08), E.4: Die betroffene Gesellschaft hatte ein Drittunternehmen mit der Veröffentlichung der Ad hoc-Mitteilung beauftragt. Diese Übermittlung erfolgte aufgrund eines Missverständnisses 13 Minuten vor Börsenschluss.

628 Vgl. Sanktionsbescheid vom 8. September 2009 (SB/RLE/V/09), E.37 ff.; Vgl. Sanktionsbescheid vom 28. Februar 2007 (GBZ/RLE/VII/09), E.31 mit Analyse von Verschulden und Schwere der Verletzung in Rz. 32 ff.

629 Vgl. Sanktionsbescheid vom 19. Mai 2009 (SER/MT/I/09), E.56; Entscheid der Sanktionskommission vom 18. Dezember 2009 (SaKo/MT/III/09), wo die Sanktionskommission feststellt, "die Gesellschaft als solche wird sanktioniert, wenn ihr vorzuwerfen ist, dass sie nicht alle erforderlichen und zumutbaren organisatorischen Vorkehren getroffen hat, um eine Verletzung, der gemäss KR eingegangenen Verpflichtungen zu verhindern... Demgemäss erfolgt die Beurteilung des Verschuldens nach weitgehend objektivierten Massstäben…".

630 Vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 26. März 2009 (SaKo/AHP/I/08), E.13; Sanktionsbescheid der SIX vom 14. Februar 2007 (GBZ/RLE/V/07), E.35 ff., mit Differenzierung zwischen Grobfahrlässigkeit (einzelne Angaben, die im Halbjahresbericht von Immobiliengesellschaften aufgeführt werden müssen, wurden nicht gemacht) und Eventualvorsatz (Gruppenbewertung entgegen Swiss GAAP FER).

631 Vgl. zu einem Fall des Eventualvorsatzes (die Verletzung der Rechnungslegungsvorschriften wird zwar nicht angestrebt, aber in Kauf genommen), Entscheid der Zulassungsstelle vom 16. Februar 2007 (ZUL/RLE/III/06), E.82 ff.; Entscheid der Zulassungsstelle vom 16. Februar 2007 (ZUL/RLE/II/06), E.47.

Vorsatz kann z.B. vorliegen, wenn eine Management Transaktion nicht gemeldet wird, obwohl sie den Organen bekannt ist oder eine Tatsache, die klar kursrelevant ist und der Ad hoc-Mitteilungspflicht unterliegt, nicht gemeldet wird, um die Situation des Unternehmens gegenüber den Marktteilnehmern besser darzustellen, als diese tatsächlich ist.

– **Wiederholung:**
Die Sanktionskommission der SIX legt starkes Gewicht auf die Frage, ob eine Wiederholung vorliegt und erhöht das Strafmass massiv, wenn vorsätzlicher Regelverletzungen wiederholt werden[632].

– **Finanzielle Ressourcen der Gesellschaft:**
Bei der Festlegung von Bussen berücksichtigt die SIX auch die finanziellen Ressourcen des betroffenen Unternehmens. Dies führt dazu, dass Bussen bei grösseren und finanziell starken Unternehmen automatisch höher sind als bei kleinen Gesellschaften.

5. Verfahren

5.1 Untersuchungsverfahren

Hat die SIX Anhaltspunkte dafür, dass ein kotiertes Unternehmen seine Pflichten verletzt hat, prüft die Abteilung Listing & Enforcement der SIX gemäss Art. 3.3 der Verfahrensordnung, ob genügend Anhaltspunkte für die Durchführung einer Untersuchung gegeben sind. Trifft dies zu, teilt sie dem betroffenen Unternehmen mit, dass eine Untersuchung eingeleitet wird, wobei sie den Gegenstand der Untersuchung mitteilt[633].

Die Abteilung Listing & Enforcement klärt den Sachverhalt soweit ab, als dies für die Begründung eines Antrages an die Sanktionskommission notwendig ist[634]. Sie schliesst das Verfahren gemäss Art. 3.4 der Verfahrensordnung entweder mit der Einstellung des Verfahrens oder der Überweisung eines Antrages an die Sanktionskommission[635]. In Ba-

---

632 Entscheid der Sanktionskommission vom 26. November 2009 (SaKo/RLE/VII/09), E.11 ff.; Entscheid der Sanktionskommission vom 8. April 2009 (SaKo/RLE/I/09), E.15 ff.: Androhung oder Dekotierung bei Wiederholung. Die Wiederholung wiegt auch dann strafverschärfend, wenn nicht die gleichen, sondern unterschiedliche Publizitätsvorschriften betroffen sind: Entscheid der Sanktionskommission vom 12. März 2009 (SaKo/MT/I/08), E.13. Im konkreten Fall verstiess die betreffende Gesellschaft zuerst gegen Ad hoc-Publizitätsvorschriften, später über Vorschriften über die Meldung von Management-Transaktionen.

633 Vgl. für die Darstellung eines derartigen Verfahrens Sanktionsbescheid vom 19. Mai 2009 (SER/MT/I/09), E.3 ff.

634 Vgl. Sanktionsbescheid vom 19. Mai 2009 (SER/MT/I/09), E.3 ff.

635 Institute for Accounting, Controlling and Auditing, 2010, S. 3.

gatellfällen[636] kann sie aber auch einen Sanktionsbescheid erlassen, in dem sie selbst einen Verweis oder eine Busse ausspricht[637].

Im Rahmen dieses Abklärungsverfahrens prüft die Abteilung Listing & Enforcement alle ihr zugänglichen Beweismitteln und befragt auch die Organe der betroffenen Gesellschaft[638] sowie Dritte. Die betroffene Gesellschaft hat dabei gemäss Art. 6 KR umfassende Auskunfts- bzw. Mitwirkungspflichten und muss der Abteilung Enforcement & Listing alle gewünschten Auskünfte erteilen und Dokumente vorlegen[639]. So muss das betroffene Unternehmen bei Fragen im Zusammenhang mit der Ad hoc-Publizität beispielsweise auch Verwaltungsratsprotokolle offenlegen, aus denen hervorgeht, wann eine Gesellschaft bestimmte Informationen hatte. Ebenso müssen bei Untersuchungen über den Corporate Governance-Bericht interne Reglemente und Weisungen offengelegt werden, welche die umstrittenen Aussagen im Bericht belegen.

Die Abteilung Listing & Enforcement muss alle Beweismittel, die sie im Verlaufe des Verfahrens verwendet, auch den betroffenen Unternehmen vorlegen und gibt diesem dann die Gelegenheit, sich im Sinne des rechtlichen Gehörs zu äussern.

5.2 Das Sanktionsverfahren

Nach Eingang des Sanktionsantrages und der Akten bei der Sanktionskommission stellt diese Antrag und Akten der betroffenen Gesellschaft zu und ordnet einen Schriftenwechsel an, wobei das betroffene Unternehmen vor der Sanktionskommission neue Tatsachen und Beweismittel vorlegen kann, selbst wenn es diese bereits beim Untersuchungsverfahren hätte vorlegen können[640]. Nach Abschluss des Schriftenwechsels entscheidet die Sanktionskommission, worauf sie den Entscheid den betroffenen Unternehmen zustellt. Eine mündliche Verhandlung findet in der Regel nicht statt[641].

5.3 Rechtsmittelverfahren

Gegen die Entscheide der Sanktionskommission kann das betroffene Unternehmen innert 20 Börsentage nach Zustellung des Endentscheides Klage beim ständigen Schiedsgericht der SIX erheben. Der Schiedsrichter entscheidet endgültig über die Sanktion.

---

636 Fälle mit geringer objektiver Bedeutung und geringerem Verschulden, bei denen ein Verweis oder eine Busse in Frage kommt.

637 Vgl. z.B. Sanktionsbescheid vom 8. September 2009 (SB/RLE/V/09) mit Ausführungen über Schwere der Verletzung und Verschulden in E.37 ff.; Sanktionsbescheid vom 24. April 2009 (SER/RLE/III/09); Sanktionsbescheid vom 1. Oktober 2008 (GBZ/RLE/IV/08).

638 Vgl. Entscheid der Disziplinarkommission vom 19. Dezember 2006 (DK-RLE I/06), E.2, eine Verweigerung der Auskunftserteilung wird als Verletzung der Mitwirkungspflicht betrachtet und wirkt strafverschärfend; Entscheid der Disziplinarkommission vom 8. Juni 2006 (DK/RLE/XV/05); Entscheid der Disziplinarkommission vom 8. Juni 2006 (DK/RLE/IX/05), E.2 ff.

639 Entscheid der Zulassungsstelle vom 10. April 2006 (ZUL/CG/VI/05), E.25; Entscheid der Zulassungsstelle vom 29. November 2005 (ZUL/CG/V/05), E.37 f.

640 Ziff. 4.2 der Verfahrensordnung.

641 Vgl. SaKo/2009/MT/III/09, E.1.

Entscheide der Sanktionskommission, mit denen sie eine Sistierung oder Dekotierung anordnet, können vom Unternehmen dagegen innert 20 Börsentagen nach Zustellung des Entscheides an die Beschwerdeinstanz gemäss Art. 9 BEHG weiter gezogen werden.

F. Exkurs: Die Offenlegung bedeutender Aktionäre nach Börsen- und Aktienrecht

> – *Personen, die direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Aktien einer kotierten Gesellschaft erwerben oder veräussern und dadurch den Grenzwert von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33 1/3, 50 oder 66 2/3% der Stimmrechte unter- oder überschreiten, haben dies der SIX sowie der betreffenden Gesellschaft zu melden. Die Gesellschaft muss das Publikum informieren sowie den betreffenden Aktionär im Anhang zur nächsten Jahresrechnung erwähnen.*

Bei kotierten Gesellschaften müssen Aktionäre mit grösseren Beteiligungen offengelegt werden. Eine derartige Offenlegungspflicht ergibt sich sowohl aus aktien-, wie auch aus börsenrechtlichen Vorschriften. Diese Verpflichtungen sind von der Meldepflicht von Management-Transaktionen juristisch unabhängig, weshalb sie auch dann erfüllt werden müssen, wenn eine bestimmte Transaktion bereits im Rahmen der Management-Transaktionen gemeldet worden ist. Dabei ist zu beachten, dass die Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG nicht das kotierte Unternehmen trifft, sondern den individuellen Aktionär, der eine eigenen Verpflichtung zur Meldung hat. Deshalb treffen Sanktionen für die Verletzung der Meldepflicht nach Art. 20 BEHG – anders als bei der Verletzung der Meldepflicht bei Management-Transkationen – nicht die kotierte Gesellschaft, sondern direkt den betreffenden Aktionär.

1. Börsenrechtlichte Vorschriften[642]

Gemäss Art. 20 BEHG müssen Personen, die direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten (d.h. als Gruppe) Aktien einer schweizerischen kotierten Gesellschaft oder Derivate, die sich auf derartige Aktien beziehen, erwerben oder veräussern[643] und dadurch den Grenzwert von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33 1/3, 50 oder 66 2/3% der Stimmrechte unter- oder überschreiten, dies der Gesellschaft und den Börsen, an denen die Aktien kotiert sind, melden. Diese Meldepflicht gilt auch für die Gesellschaft selbst; d.h. wenn diese eigene Aktien erwirbt oder veräussert und dadurch einen der oben erwähnten Grenzwerte unter- bzw. überschreitet, so muss sie ebenfalls eine Meldung machen.

Sobald eine Transaktion zur Über- oder Unterschreitung einer derartigen Grenze führt, muss der betreffende Aktionär innert vier Börsentagen der Offenlegungsstelle der SIX

---

642 Im Einzelnen dazu Walder Wyss Publikation "Beteiligungserwerb bei kotierten Gesellschaften – Regeln über öffentliche Übernahmeangebote und die Meldepflicht".

643 Eine Meldung muss im Übrigen aber auch gemacht werden, wenn der Grenzwert ohne Veräusserung bzw. Erwerb von Aktien überschritten wird, weil beispielsweise eine Kapitalherabsetzung oder -erhöhung die Anzahl der gesamthaft verfügbaren Aktien verändert.

sowie der Gesellschaft selbst eine entsprechende Meldung erstatten[644]. Die Gesellschaft muss diese Meldung dann innert zwei Börsentagen im schweizerischen Handelsamtsblatt sowie in einem elektronischen Medium veröffentlichen, das bei den professionellen Marktteilnehmern verbreitet ist.

Gemäss Art. 24 BEHV-FINMA können aus wichtigen Gründen Ausnahmen oder Erleichterungen von der Melde- und Veröffentlichungspflicht gewährt werden. In diesem Sinne ist es insbesondere möglich, Ausnahmen zu gewähren, wenn die betreffenden Geschäfte kurzfristiger Natur sind und der Erwerber auch nicht die Absicht hat, das Stimmrecht auszuüben oder die Transaktion Bedingungen unterstellt ist, die noch nicht erfüllt sind. Sofern eine Person, die mit einer Transaktion die erwähnten Grenzwerte über- bzw. unterschreitet, eine derartige Ausnahme geltend machen will, muss sie diese Ausnahme rechtzeitig vor der Transaktion bei der Offenlegungsstelle der SIX beantragen, damit diese bzw. die EBK über die Ausnahme entscheiden kann. Sofern eine Unsicherheit über die Offenlegungspflicht besteht, kann die betreffende Person bei der Offenlegungsstelle der SIX einen Vorabentscheid verlangen, um auf diese Weise Rechtssicherheit zu erhalten.

Verletzt ein Aktionär die Meldepflicht, so kann gemäss Art. 41 BEHG bei einer vorsätzlichen Handlung eine Busse in Höhe von bis zu CHF 10 Mio. ausgesprochen werden, während sich die Busse bei fahrlässiger Begehung auf bis zu CHF 1 Mio. belaufen kann.

2. Aktienrechtliche Offenlegungsvorschriften

Gemäss Art. 663c OR müssen kotierte Gesellschaften im Anhang zur Bilanz bedeutende Aktionäre und deren Beteiligung offenlegen, sofern ihnen diese bekannt sind. Als bedeutende Aktionäre gelten dabei Aktionäre und Aktionärsgruppen, deren Beteiligung 5% aller Stimmrechte überschreiten. Sehen die Statuten einer Gesellschaft eine Vinkulierung mit Eintragungsgrenze vor[645], so gilt diese Eintragungsgrenze als Grenzwert, sofern sie unter 5% liegt.

644 Die Offenlegungsstelle der SIX hat für diese Meldung ein spezielles Formular geschaffen, das es erleichtert, die entsprechenden Meldungen korrekt abzufassen; dieses Formular kann bei der Offenlegungsstelle der SIX bezogen werden.

645 Vgl. Ziff. F.4.3.1.

VI. INSIDERDELIKTE UND KURSMANIPULATIONEN

Wenn ein Unternehmen kotiert ist, können seine Aktien Objekt von Insiderhandel und Kursmanipulationen werden. Die entsprechenden Regeln sind nicht nur für Anleger, die in den Aktien kotierter Unternehmer handeln, relevant, sondern auch für diese Gesellschaften selbst:

- Gewisse Handlungen von kotierten Unternehmen selbst können Insiderhandel oder Kursmanipulationen darstellen, was die verantwortlichen Organe und das Unternehmen bei entsprechenden Verletzungshandlungen den Gefahren einer Bestrafung aussetzen kann.

- Kotierte Unternehmen sollten im Rahmen ihrer Compliance-Bemühungen darauf hinwirken, dass die eigenen Organe und Mitarbeiter die Regeln über Insiderhandel und Kursmanipulationen jederzeit einhalten – Verletzung durch Mitarbeiter oder sogar Organe können zu schweren Reputationsproblemen führen, weshalb kotierte Unternehmen ein grosses Interesse daran haben, derartige Verstösse zu vermeiden.

A. Insiderdelikte und Kursmanipulationen werden im Börsengesetz sowohl in aufsichtsrechtlicher wie auch in strafrechtlicher Weise geregelt[646]

- *Insiderdelikte und Kursmanipulation werden gegenüber allen Marktteilnehmern (einschliesslich Anlegern, kotierten Unternehmen, Vermögensverwaltern etc.) nicht nur strafrechtlich, sondern auch aufsichtsrechtlich verfolgt.*

- *Die strafrechtliche Verfolgung ist bei der Bundesstaatsanwaltschaft zentralisiert, während die FINMA die aufsichtsrechtlichen Vorschriften durchsetzt.*

- *Die FINMA trifft ihre Sachverhaltsabklärungen, ohne den Betroffenen die strafrechtlichen Verteidigungsrechte zu gewähren, und führt im Wesentlichen ein Geheimverfahren durch. Die FINMA kann in diesem Verfahren auch die Einziehung der erzielten Gewinne anordnen.*

- *Die FINMA wird nach Durchführung ihres Verfahrens die Akten an die Bundesstaatsanwaltschaft weiterleiten, die dann mit ihrem Strafverfahren auf den Ermittlungsergebnissen der FINMA aufsetzen kann.*

- *Schwere Insiderdelikte und schwere Kursmanipulation, d.h. Delikte, bei denen ein Gewinn von mehr als CHF 1 Mio. erzielt wird, sind auch Vortaten für Geldwäscherei; Banken haben daher die Pflicht, bei Verdachtsmomenten Abklärungen zu treffen und gegebenenfalls eine Geldwäschereimeldung zu machen und das betreffende Konto zu sperren.*

646 Diese Regelung trat am 1. Mai 2013 in Kraft. Vorher wurden diese Delikte im Strafgesetzbuch in sehr restriktiver Weise geregelt.

1. Aufsichtsrechtliche Regelung (Art. 33e und Art. 33f BEHG)

1.1 Vorgehen gegenüber allen Marktteilnehmern

Insiderdelikte und Kursmanipulationen werden in Art. 33e und Art. 33f BEHG in aufsichtsrechtlicher Hinsicht geregelt. Die FINMA kann im Gegensatz zu ihrer übrigen aufsichtsrechtlichen Tätigkeit bei Kursmanipulationen und Insiderdelikten gegen alle Marktteilnehmer vorgehen. Sie kann daher insbesondere auch gegen Privatanleger, Vermögensverwalter sowie im Bereich der Marktmanipulation durch Informationen auch gegen Analysten und Journalisten vorgehen, wenn diese entsprechende Informationen über kotierte Unternehmen veröffentlichen. Gegen die kotierten Unternehmen selbst kann die FINMA vorgehen, wenn diese als Unternehmen Insiderdelikte begehen[647] oder den Markt manipulieren, indem sie unrichtige oder irreführende Informationen abgeben[648].

Die FINMA wird aufgrund der Überwachung der Marktteilnehmer zur Marktüberwachungsorganisation, die für das einwandfreie Funktionieren des Effektenmarktes sorgt.

1.2 Das Ermittlungsverfahren der FINMA

Die FINMA ermittelt den Sachverhalt selbst, wobei sie nicht an die strafprozessualen Verfahrensvorschriften gebunden ist und auch die Verfahrensgarantien von EMRK und Verfassung nicht zur Anwendung kommen. Die FINMA führt das Ermittlungsverfahren nach den Vorschriften des Verwaltungsverfahrensgesetzes (VwVG), wobei sie allerdings traditionell die Rechte der Beschuldigten äusserst stark einschränkt[649]. In der Praxis wird das Verfahren als "geheimes" Ermittlungsverfahren durchgeführt, bei der die FINMA bei den betroffenen Personen sowie bei Dritten Dokumente und Informationen erhebt und daraus ihre Schlüsse zieht, ohne dass die betroffenen Personen in dieser Phase des Verfahrens Einsicht in die erhobenen Belege hätten oder bei der Befragung von Drittpersonen teilnehmen könnten[650]. Nach Beendigung dieses Ermittlungsverfahrens legt die FINMA den betroffenen Personen normalerweise einen Entwurf der Sachverhaltsfeststellungen vor. Die Verfahrensrechte der Betroffenen erschöpfen sich dann darin, zu diesem Entwurf Stellung zu nehmen, wobei die FINMA in der Praxis erfahrungsgemäss höchstens in Ausnahmefällen auf Beweisanträge der Betroffenen eintritt und ergänzende Sachverhaltsermittlungen macht.

Die FINMA ermittelt aber nicht nur den Sachverhalt, sondern beurteilt diesen auch selber und spricht dementsprechend auch Sanktionen aus. Dabei ist sie nicht an den Grundsatz "*in dubio pro reo*" gebunden und kann grundsätzlich auch dann Sanktionen ergrei-

---

647 Z.B. Kauf von eigenen Aktien vor der Publikation guter Ergebnisse.

648 Insbesondere irreführende oder inhaltlich unrichtige Ad hoc-Publikationen.

649 Vgl. Enforcement Policy der FINMA vom 17. Dezember 2009 (Fassung vom 10. November 2011).

650 Drittpersonen werden typischerweise formlos bzw. schriftlich, vereinzelt sogar telefonisch von der FINMA befragt; die betroffenen Personen haben dabei keine Möglichkeit, an der Befragung teilzunehmen oder sogar Ergänzungsfragen zu stellen.

fen, wenn noch gewisse Zweifel am Beweisergebnis bestehen[651]. Immerhin steht es den Betroffenen offen, die entsprechende Verfügung gemäss Art. 31 VGG in Verbindung mit Art. 55 FINMAG beim Bundesverwaltungsgericht und zweitinstanzlich beim Bundesgericht anzufechten[652]. Das Bundesverwaltungsgericht ist trotz grundsätzlich unbeschränkter Kognitionsbefugnis[653], bei der Beurteilung der aufsichtsrechtlichen Verfügungen der FINMA aber zurückhaltend, da sie die FINMA als Behörde mit Fachkompetenz betrachtet und ihr deshalb einen erheblichen Ermessensspielraum einräumt. Das Bundesgericht selbst beschränkt sich bei einer Beschwerde auf die Rechtsüberprüfung.

1.3 Die Unterstützung der FINMA durch die Abklärungspflichten der Börsen

Gemäss Art. 6 Abs. 1 BEHG haben die Börsen die Pflicht, die Handelstätigkeit bei kotierten Effekten laufend zu überwachen. Sie müssen auffällige Kursbewegungen und Volumenentwicklungen identifizieren und analysieren, ob sich daraus Hinweise auf Rechtsverletzungen ergeben. In Bezug auf Marktmanipulation und Insiderdelikte müssen sie dementsprechend abklären, ob sich aus Kurs- und Volumenentwicklungen Hinweise auf Verletzungen dieser Normen ergeben. So können z.B. Kurserhöhungen und hohe Handelsvolumen vor der Veröffentlichung von Ad hoc-Mitteilungen auf Insiderdelikte hinweisen, während plötzliche Abweichungen von der normalen Kursbildung auf Manipulationen hindeuten können[654]. Hinweise können sich aber auch aus der Meldung von Management-Transaktionen ergeben, wenn diese in einem engeren zeitlichen Zusammenhang mit Ad-hoc-Meldungen gemacht werden.

Die Börsen sind gemäss Art. 6 Abs. 2 BEHG verpflichtet, Feststellungen, die sie treffen, der FINMA zu melden, wobei die FINMA die betreffende Börse dann auch noch mit weiteren Aufklärungen beauftragen kann. Die SIX unterhält zur Erfüllung ihrer Abklärungspflichten die Abteilung Surveillance & Enforcement, welche die Kursermittlung laufend beachtet und bei entsprechenden Anzeichen die zur Abklärung notwendigen Analysen durchführt und gegebenenfalls auch der FINMA eine Meldung macht.

1.4 Sanktionen im aufsichtsrechtlichen Verfahren

Wenn die FINMA einen Verstoss gegen die aufsichtsrechtlichen Regeln über Insiderhandel und Kursmanipulationen feststellt, kann sie folgende Massnahmen ergreifen[655]:

– **Erlass einer Feststellungsverfügung:**
  Die FINMA kann eine Feststellungsverfügung erlassen, in der sie feststellt, dass ein bestimmter Marktteilnehmer die aufsichtsrechtlichen Regeln verletzt hat[656].

---

651 Diese Haltung wird mit der aufsichtsrechtlichen Schutzfunktion der FINMA begründet, bei der der Institutionsschutz im Vordergrund steht und höher eingeschätzt wird als die individuellen Interessen der betroffenen Personen.

652 Beschwerde in öffentlich-rechtlichen Angelegenheiten i.S.v. Art. 82 ff. BGG.

653 Art. 49 VwVG in Verbindung mit Art. 37 VGG.

654 Z.B. hohe Brief- und Geldpositionen, die immer wieder gelöscht werden, bevor sich der Kurs dem betreffenden Preis nähert etc.

655 Art. 34 BEHG.

656 Art. 32 FINMAG.

– **Veröffentlichung einer Feststellungsverfügung[657]:**
Dieses bewusste "*naming and shaming*" hat negative Folgen für die Reputation der betreffenden Person, was vor allem für Banken, Effektenhändler, Vermögensverwalter, aber auch institutionelle Anleger, die Gelder Dritter verwalten[658], einschneidende Folgen haben kann.

– **Gewinneinziehung[659]:**
Die FINMA kann den Gewinn einziehen, den ein Marktteilnehmer durch Marktmanipulationen oder das Ausnützen von Insiderinformationen erzielt hat.

Gegenüber prudentiell beaufsichtigten Marktteilnehmern, insbesondere Banken, Effektenhändler und Versicherungen, kann die FINMA zusätzlich folgende Massnahmen ergreifen:

– **Berufsverbot für die handelnden Personen:**
Die FINMA kann gemäss Art. 33 FINMAG bzw. Art. 25a BEHG den natürlichen Personen, welche die regelverletzenden Handlungen vorgenommen haben, für maximal fünf Jahre eine Tätigkeit in leitender Stellung eines beaufsichtigten Finanzunternehmens[660] verbieten.

– **Bewilligungsentzug[661]:**
Im Extremfall kann die FINMA einem von ihr beaufsichtigten Finanzinstitut auch die Tätigkeitsbewilligung entziehen, was im Normalfall zur Liquidation des betreffenden Instituts führt. Diese Sanktion kann im Rahmen des Verhältnismässigkeitsprinzips aber nur angeordnet werden, wenn individuelle Berufsverbote und eine entsprechende Änderung von Führung und Organisation des betreffenden Finanzinstituts nicht genügt, um die zukünftige Erfüllung der aufsichtsrechtlichen Pflichten sicherzustellen.

2. Strafrechtliche Regelung (Art. 40 und Art. 40a BEHG)

Zusätzlich zur aufsichtsrechtlichen Regelung sieht das Börsengesetz aber auch noch Straftatbestände vor, sodass Marktteilnehmer, die Insiderdelikte begehen oder Handlungen vornehmen, die als Marktmanipulation qualifiziert werden, auch noch strafrechtlich

657 Art. 34 FINMAG.

658 Pensionskassen etc.

659 Art. 35 FINMAG.

660 Banken, Versicherungen, Effektenhändler, Fondsleitungen.

661 Art. 37 FINMAG.

verfolgt werden. Die Art. 40 und 40a BEHG sehen für diese Handlungen Geld- und Freiheitsstrafen vor[662].

2.1 Das strafrechtliche Verfahren

Die strafrechtlichen Vorschriften werden durch die Bundesanwaltschaft durchgesetzt, die den Sachverhalt ermittelt und gegebenenfalls Anklage beim Bundesstrafgericht erhebt[663]. Bis 1. Mai 2013 wurden diese Delikte durch die einzelnen kantonalen Staatsanwaltschaften verfolgt. Die Konzentration bei der Bundesanwaltschaft wird dazu führen, dass die Bundesanwaltschaft ein spezialisiertes Know-how in diesem Bereich aufbaut[664], was im Vergleich zur bisherigen Regelung der Zuständigkeit zu einem wesentlich effizienteren Verfahren, aber auch zu einer höheren Intensität der Strafverfolgung führt.

Das Verfahren der Bundesanwaltschaft richtet sich nach der StPO, wobei dem Beschuldigten die oben in Ziff. 1 erwähnten Verfahrens- und Verteidigungsrechte zustehen. Bezüglich der Beweisintensität gilt die Unschuldsvermutung, d.h. der Grundsatz "*in dubio pro reo*". Folglich kann eine Verurteilung nur dann erfolgen, wenn aufgrund des Beweisergebnisses kein vernünftiger Zweifel mehr an der Erfüllung des Tatbestandes bestehen kann.

2.2 Keine strafrechtlichen Sanktionen gegen Gesellschaften

Die strafrechtlichen Normen erfassen nur natürliche Personen, nicht aber juristische Personen, da weder Insiderdelikte noch Marktmanipulation in den Anwendungsbereich von Art. 102 Abs. 2 StGB über die Strafbarkeit juristischer Personen fallen. Gegenüber juristischen Personen, die derartige Handlungen begehen, können dementsprechend nur die oben erwähnten aufsichtsrechtlichen Sanktionen ergriffen werden.

Hat aber eine juristische Person Kursmanipulationen oder Insiderdelikte vorgenommen, welche die strafrechtlichen Tatbestände erfüllen, so können die für die betreffenden Handlungen direkt verantwortlichen Mitarbeiter und Organe bestraft werden. Die Organe, d.h. Geschäftsleitungsmitglieder und Verwaltungsräte, können auch dann bestraft werden, wenn sie die betreffenden Handlungen nicht selber vorgenommen, sondern nur angeordnet oder ihre Durchführung geduldet haben, ohne einzugreifen[665].

---

662 Dazu im Einzelnen in Ziff. F.2.1 sowie F.3.1 hinten.

663 Art. 44 BEHG.

664 Zuständig ist dafür die Abteilung für Wirtschaftskriminalität I (Wikri I), die ab 1. September 2012 geschaffen wurde; vgl. Bericht der Bundesanwaltschaft über ihre Tätigkeit im Jahr 2012 an die Aufsichtsbehörde, S. 27.

665 Zu einer derartigen Situation kann es z.B. kommen, wenn der CEO oder der Verwaltungsratspräsident bestimmte Transaktionen mit eigenen Aktien anordnen oder wenn sie die Kommunikationsabteilung mit der Verbreitung von Meldungen beauftragen, die objektiv unrichtig sind.

2.3 Schwere Insiderdelikte und Marktmanipulationen als Vortaten zur Geldwäscherei

Die von Art. 40 Abs. 2 bzw. Art. 40a Abs. 2 BEHG erfassten schweren Insiderdelikte und Marktmanipulationen[666] gelten als Vortaten für Geldwäscherei im Sinne von Art. 305bis StGB. Dementsprechend müssen Banken und Effektenhändler, welche Transaktionen feststellen, bei denen sich der Verdacht derartiger Delikte ergibt, eine Geldwäscherei-Meldung machen und die betreffenden Gelder blockieren.

In diesem Zusammenhang stellt sich natürlich die Frage, ob Banken und Effektenhändler die Transaktionen ihrer Kunden laufend überwachen müssen, um bei allfälligen Verdachtsmomenten einzuschreiten. Die FINMA hat zwar festgestellt, dass ihrer Ansicht nach eine derartige ständige Überwachung zur Feststellung von Verdachtsmomenten nicht notwendig ist. Die FINMA hält gleichzeitig aber auch fest, dass Banken bei "auffälligen" Transaktionen ihrer Kunden Abklärungen über den wirtschaftlichen Hintergrund und je nach Ergebnis der FINMA eine Mitteilung machen und auch die betroffenen Konten blockieren müssen. Dies setzt in der Praxis natürlich dennoch eine minimale Beobachtung der Kundentransaktionen voraus, da eine Bank oder ein Effektenhändler sonst gar nie feststellen kann, ob eine Transaktion "auffällig" ist. Banken und Effektenhändler werden so letztlich bis zu einem gewissen Grad zu Überwachungsgehilfen der FINMA, da derartige Geldwäscherei-Meldungen auch der FINMA mitgeteilt werden müssen.

3. Zusammenwirken von Aufsichts- und Strafrecht

3.1 Das Verwaltungsverfahren geht in der Praxis dem Strafverfahren zeitlich vor

In der Praxis wird es dazu kommen, dass bei einem Verdacht auf Insiderhandlungen bzw. Marktmanipulationen immer zunächst die FINMA ein Verfahren durchführt, das sie dann mit einer entsprechenden Feststellungsverfügung bzw. einem Sanktionsentscheid abschliesst. Dass die FINMA vor der Bundesanwaltschaft eingreift, erscheint logisch, da die FINMA in Zusammenarbeit mit der SIX wesentlich bessere Möglichkeiten zur schnellen Abklärung des Sachverhaltes hat. Überdies muss sie aufgrund ihres gesetzlichen Auftrages, die Funktionsfähigkeit des Marktes zu schützen, schnell handeln, um einen von Insiderdelikten und Kursmanipulationen freien Börsenhandel zu gewährleisten.

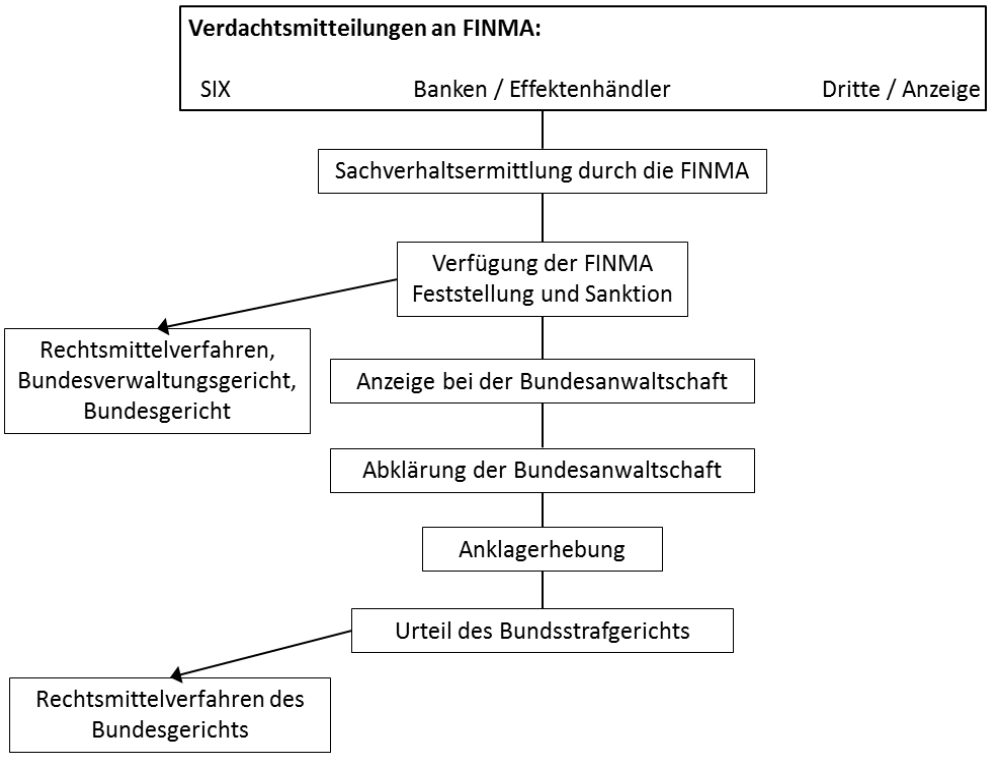
Beim Abschluss ihres Verfahrens wird die FINMA gleichzeitig mit ihrem Entscheid auch eine Anzeige an die Bundesanwaltschaft machen, wenn sich aus ihren Feststellungen ein substantiierter Verdacht auf eine strafrechtlich relevante Handlung ergibt. Dabei wird sie der Bundesanwaltschaft den von ihr erhobenen Sachverhalt übermitteln und ihr zudem auch die von der FINMA erhobenen Beweismittel übergeben. Darauf wird dann die Bundesanwaltschaft ein strafrechtliches Untersuchungsverfahren durchführen und

---

666 Dazu hinten: Im Wesentlichen handelt es sich um Delikte, die zu einem finanziellen Vorteil von mehr als CHF 1 Mio. führen.

gegebenenfalls Anklage erheben, was dann zu einer Verurteilung beim Bundesstrafgericht führen kann.

Daraus ergibt sich im Allgemeinen folgender Verfahrensablauf:



3.2 Verwertung der Feststellung der FINMA im Strafverfahren

Bei dieser Abfolge der Verfahren stellt sich natürlich die Frage, inwieweit die Bundesanwaltschaft bei der Anklageerhebung die von der FINMA im aufsichtsrechtlichen Verfahren erhobenen Beweise verwerten kann. Wie oben dargestellt, klärt die FINMA den Sachverhalt auf der Basis des Verwaltungsverfahrensgesetzes ab und gewährt dem Beschuldigten keine Verfahrensrechte, die mit dem strafrechtlichen Verfahren bzw. den verfassungsmässigen Verfahrensgarantien vergleichbar wären[667]. Überdies hat der Beschuldigte gegenüber der FINMA auch weitgehende Mitwirkungspflichten und kann sich nicht auf den strafrechtlichen Grundsatz, dass sich niemand selber belasten muss, berufen. In einem strafrechtlichen Verfahren dürfen aber Sachverhaltsermittlungen und Beweise, die nicht im Rahmen strafrechtlicher Verfahrensgarantien erhoben worden sind, nicht verwertet werden. Daher darf die Bundesanwaltschaft die von der FINMA erhobenen Beweismittel grundsätzlich nicht verwerten, sofern diese den beschuldigten

667 Insbesondere gibt es nach der Praxis der FINMA keine Möglichkeit, der Einvernahme von Auskunftspersonen beizuwohnen und Ergänzungsfragen zu stellen. Es ist in der Praxis auch nicht möglich an einer Erstellung eines Gutachtens mitzuwirken – soweit die FINMA Experten befragt, macht sie dies auf formloser Basis. Die FINMA bleibt daher im Normalfall auch weit hinter den Erfordernissen des VwVG zurück.

Personen die strafrechtlichen Verfahrensrechte nicht gewährt hat. Basierte die Sachverhaltsfeststellung der FINMA beispielsweise auf schriftlichen Auskünften von Drittpersonen, so müssen die betreffenden Auskünfte neu im Rahmen einer strafrechtlichen Zeugeneinvernahme eingeholt werden, bei der die angeschuldigte Person Ergänzungsfragen stellen kann. Auch ein informelles Kurzgutachten, das die FINMA von einem Experten formlos eingeholt hat, muss durch ein Gutachten ersetzt werden, das im Rahmen von Art. 182ff. StPO mit entsprechenden Verfahrensrechten der Verteidigung durchgeführt wird. Im Weiteren dürfen auch Aussagen, die auf der Mitwirkungspflicht des Beschuldigten beruhen, nicht verwertet werden, da er im Strafrecht das Recht hat, die Aussage zu verweigern.

Das oben beschriebene Verwertungsverbot ist aus dem Steuerrecht bekannt: Ist eine steuerpflichtige Person ihrer Steuerpflicht nicht nachgekommen, so wird im Rahmen des verwaltungsrechtlichen Veranlagungsverfahrens eine Nachsteuer erhoben. Zusätzlich kann aber auch ein Strafsteuer- und Steuerbetrugsverfahren eingeleitet werden, das zu strafrechtlichen Sanktionen führt. Die im Veranlagungsverfahren für die Nachsteuerberechnung erhobenen Beweise dürfen grundsätzlich nicht im Hinterziehungs- oder Steuerbetrugsverfahren verwendet werden, da sich das Strafverfahren nach den Verfahrensgarantien der Bundesverfassung und der EMRK richten muss, während diese Regeln im Veranlagungsverfahren nicht gelten und die steuerpflichtige Person im Verwaltungsverfahren insbesondere Mitwirkungspflichten hat, die dem strafprozessualen Recht auf Aussageverweigerung widersprechen. Die Erfahrung aus Steuerverfahren zeigt allerdings, dass dieses Verwertungsverbot in der Praxis aber meist wirkungslos bleibt, da die Sachverhaltsfeststellungen der Verwaltungsbehörden natürlich schon rein faktisch starke Auswirkungen auf die Meinungsbildung der Strafverfolgungsbehörden bzw. Gerichte haben. Überdies wissen die Strafbehörden aber auch aufgrund der von den Verwaltungsbehörden erhobenen Beweise ganz genau, wo und in welcher Weise sie die noch fehlenden Beweismittel erheben müssen. Aufgrund dieser Erfahrung im Steuerverfahren ist auch im Verhältnis zwischen FINMA und Bundesanwaltschaft davon auszugehen, dass die Bundesanwaltschaft meist nahtlos auf den Sachverhaltsfeststellungen der FINMA aufsetzen kann.

3.3 Die rechtsstaatliche Problematik des FINMA-Ermittlungsverfahrens

Gesamthaft führt die Kombination von Verwaltungs- und Strafverfahren dazu, dass dem Strafverfahren ein Ermittlungsverfahren vorausgeht, in dem die verfassungs-rechtlichen Verfahrensgarantien nicht greifen, aber alle wesentlichen Sachverhaltsfest-stellungen getroffen werden. Da auf diese Weise die Schutzvorschriften des Strafverfahrens im Ergebnis unterlaufen werden, ist dies eine rechtsstaatlich unbefriedigende Situation, die letztlich nur dadurch geändert werden könnte, dass auch im Verwaltungsverfahren die strafrechtlichen Verfahrensgarantien zur Anwendung kommen. Dies würde zwar das aufsichtsrechtliche Verfahren bis zu einem gewissen Grad verlangsamen, was nicht den Zielen des Gesetzgebers entspricht – das Parlament wollte mit einem schnellen aufsichtsrechtlichen Verfahren ja sicherstellen, dass Insiderhandel und Marktmanipulationen die Börsenkurse nicht beeinflussen. Der Wunsch nach einem schnellen Verfahren

kann aber nicht allein Grund dafür sein, die Verfahrensgarantien von Verfassung und EMRK im Bereich des Börsenrechts ausser Kraft zu setzen.

B. INSIDERHANDEL

Begriff der Insiderinformation:
Als Insiderinformation gilt jede kursrelevante Tatsache, die nicht öffentlich bekannt ist. Diese Informationen können sich auf das Unternehmen selbst (Gewinnentwicklung, grosse Aufträge, geplante Transaktionen), auf Dritte (drohende Klagen oder behördliche Verfahren) oder auch auf andere Marktteilnehmer (grosse Kauf- oder Verkaufsaufträge für Aktien) beziehen. Ad-hoc-pflichtige Informationen, die noch nicht veröffentlicht worden sind, qualifizieren immer als Insiderinformationen.

Strafrechtlicher Tatbestand:
- *Wenn Primärinsider (d.h. Mitglieder des Verwaltungsrats, der Geschäftsleitung oder andere Mitarbeiter, die bestimmungsgemäss Zugang zu Insiderinformationen haben) Insiderinformationen zum Handel benützen, an Dritte weitergeben oder Dritten auf dieser Basis Empfehlungen abgeben, werden diese mit Gefängnis bis zu drei Jahren bestraft. Sofern sie einen Gewinn von mehr als CHF 1 Mio. erzielen, liegt die Höchststrafe bei fünf Jahren.*

- *Tippnehmer, d.h. Personen, denen ein Primärinsider eine Insiderinformation bewusst mitteilt, werden mit Freiheitsentzug bis zu einem Jahr bzw. mit Busse bestraft, wenn sie derartige Informationen zum Handel benützen.*

- *Zufallsinsider, d.h. Personen die zufälliger zu Insiderinformationen kommen, werden mit Busse bestraft, wenn sie derartige Informationen zum Handel benützen.*

- *Eine Bestrafung ist in allen Fällen nur möglich, wenn der Täter vorsätzlich handelt, d.h. insbesondere weiss, dass es sich um Insiderinformationen handelt.*

Aufsichtsrechtlicher Tatbestand:
- *Die FINMA kann Sanktionen gegen alle Personen ergreifen, die Insiderinformationen haben und diese zum Handel benützen, weitergeben oder auf dieser Basis Empfehlungen abgeben.*

- *Ein Vorsatz ist nicht notwendig, es genügt, wenn die betreffende Person wissen musste, dass es sich um eine Insiderinformation handelte.*

Präventivmassnahmen:
Unternehmen müssen im Rahmen ihrer Compliance sicherstellen, dass Organe und Arbeitnehmer keine Insiderdelikte begehen. Notwendige Schritte sind: Weisungen an Organe und Arbeitnehmer, Ausbildung der betroffenen Personen, Überwachungsmassnahmen.

1. Der strafrechtliche Tatbestand (Art. 40 BEHG)

1.1 Täter: Primärinsider, Tippnehmer und Zufallsinsider

Gemäss Art. 40 BEHG wird zwischen drei Kategorien von Tätern unterschieden:

– **Primärinsider**
Primärinsider sind Mitglieder des Verwaltungsrats oder der Geschäftsleitung sowie andere Arbeitnehmer, die aufgrund ihrer Tätigkeit bestimmungsgemäss Zugang zu Insiderinformationen haben. Die letztere Kategorie umfasst alle Personen, die aufgrund ihrer beruflichen Tätigkeit mit Geheimnissen des Unternehmens umgehen, wie z.B. Mitarbeiter im Rechnungswesen und der Forschung oder auch Personen, die sich aufgrund ihrer Funktion mit Transaktionen beschäftigen, welche das Unternehmen plant. Nicht erfasst werden nur diejenigen Arbeitnehmer, die rein zufällig in Kontakt mit Insiderinformationen kommen wie z.B. ein Produktionsmitarbeiter, der zufällig ein Gespräch zwischen zwei Managern mithört oder Reinigungspersonal, das Unterlagen findet. Diese Personen können aber, wie unten dargestellt, als Zufallsinsider erfasst werden.

Als Primärinsider kommen aber nicht nur Personen in Frage, die bei einem kotierten Unternehmen selbst beschäftigt sind, sondern auch Organe und Arbeitnehmer einer Tochtergesellschaft eines kotierten Unternehmens oder eines Unternehmens, das eine kotierte Gesellschaft beherrscht, sofern die betreffenden Arbeitnehmer und Organe die oben erwähnten Kriterien erfüllen.

Primärinsider sind normalerweise die Quelle von Insiderinformationen und damit die eigentlichen Urheber des Problems. Überdies gefährden sie nicht nur die Integrität des Marktes, sondern verletzen durch die Weiterleitung geheimer Informationen auch noch ihre Treuepflicht gegenüber dem Unternehmen, für das sie tätig sind. Sie unterstehen daher der höchsten Strafdrohung, die im Insiderbereich Anwendung findet. Sofern sie Insiderinformationen verwenden um mit Effekten zu handeln, diese Informationen weitergeben oder auf dieser Basis allgemeine Empfehlungen abgeben, werden sie mit max. drei Jahren Freiheitsentzug bestraft. Diese Maximalstrafe erhöht sich sogar auf fünf Jahre, wenn sich der Vermögensvorteil, den der Täter erzielt, auf mehr als CHF 1 Mio. beläuft. Damit wird diese Form des Insiderdelikts auch Vortat für Geldwäscherei im Sinne von Art. 305bis StGB, sodass das Verschieben der Gewinne bzw. die Mitwirkung an derartigen Verschiebungen ebenfalls ein strafrechtliches Delikt darstellt.

– **Tippnehmer**
Als Tippnehmer gilt gemäss Art. 40 Abs. 3 BEHG jede Person, die eine Insiderinformation, die ihr von einem Primärinsider mitgeteilt wurde oder die sie selbst durch ein Verbrechen oder Vergehen beschafft hat[668], ausnützt, um mit Effekten zu handeln.

Der Tippnehmer, der zum Teil auch als Sekundärinsider bezeichnet wird, unter-

668 Eine derartige Situation liegt z.B. vor, wenn ein Hacker unbefugterweise in ein Computersystem eines Unternehmens eindringt und auf diese Weise Insiderinformationen erhält, oder wenn eine Person unbefugterweise in ein Büro eindringt, um geheime Akten zu sichten. Im ersten Fall liegt ein Verstoss gegen Art. 143 StGB und im zweiten ein Verstoss gegen Art. 186 StGB vor.

liegt einer geringeren Strafandrohung als der Primärinsider und wird, sofern er die betreffenden Informationen zum Handel ausnutzt, mit Freiheitsentzug von maximal einem Jahr bestraft. Diese Abstufung der Bestrafung zwischen Primärinsider und Tippnehmer wird dadurch gerechtfertigt, dass der Tippnehmer im Gegensatz zum Primärinsider keine Geheimhaltungspflicht gegenüber dem Unternehmen hat, dessen Geheimnisse er ausnützt.

– **Zufallsinsider**
  Personen inner- und ausserhalb eines kotierten Unternehmens können rein zufällig in Kontakt mit Insiderinformationen kommen, indem sie z.B. Gespräche zwischen Geheimnisträgern hören, fehlgeleitete Akten erhalten oder bei ihnen ein falsch adressiertes E-Mail eingeht. Auch Personen, die nur zufällig zu Insiderinformationen kommen, diese aber beim Handel mit Effekten verwenden, werden bestraft. Die Strafe ist aber auf eine Busse beschränkt.

Diese Definition des Täterkreises kann zum Teil auch für Analysten und Anleger problematisch werden, die aufgrund eigener Analysen handeln. Wenn sie nicht bloss öffentlich verfügbare Informationen analysieren, sondern eigene Abklärungen über das Unternehmen und seine Produkte machen und vielleicht dazu auch noch Interviews mit Kunden und Mitarbeitern durchführen, besteht die Gefahr, dass sie zum Tippnehmer oder Zufallsinsider werden. Findet ein Analyst oder Anleger aufgrund eigener Anstrengungen Informationen über ein Unternehmen, die kursrelevant und nicht allgemein bekannt sind, so bewegt er sich immer an der Grenze zum Insider.

1.2 Die Insiderinformation

Als Insiderinformation gilt gemäss Art. 2f BEHG jede Information, deren Bekanntwerden geeignet ist, den Kurs von Effekten erheblich zu beeinflussen. Das Börsengesetz verzichtet darauf, die Art der Information genauer zu umschreiben und definiert auch nicht, was als "erhebliche" Kursbeeinflussung betrachtet werden muss. Aus den Materialien ergibt sich allerdings, dass der Begriff der vertraulichen Information auf dem Begriff der Ad hoc-Tatsache im Sinne von Art. 53 KR aufbaut[669]. Dieser Bezug zur Ad hoc-Publizität ist sachlich richtig: Mit der Ad hoc-Publizitätspflicht soll sichergestellt werden, dass alle für die Bewertung von Unternehmen wesentlichen Informationen den Marktteilnehmern zur Verfügung gestellt werden, damit der Markt die Unternehmen und ihre Effekten richtig bewerten kann. Es ist nur folgerichtig, dass die Insiderstrafnorm bei den gleichen Informationen ansetzt und so verhindert, dass kursrelevante Informationen, die nicht bekannt gegeben worden sind, von Geheimnisträgern für eigene Zwecke ausgenützt werden und so der Grundsatz der Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer verletzt wird.

Eine Insiderinformation liegt vor, wenn die folgenden Voraussetzungen erfüllt sind:

669 Botschaft zur Änderung des Schweizerischen Strafgesetzbuches (Streichung von Art. 161 Ziff. 3 StGB) vom 8. Dezember 2006, BBl 2007, S. 445.

– **Relevanz für die Preisbildung**
Die betreffende Information muss für die Preisbildung relevant sein, sodass sie beim durchschnittlichen Marktteilnehmer den Ausschlag zu einem Verkauf- oder Kaufauftrag geben kann. Informationen die nach normalen Bewertungskriterien keinen Einfluss auf den Kurs haben, erfüllen dieses Kriterium nicht und können von vornherein keine Insiderinformation darstellen[670].

– **Potential für erhebliche Kursveränderung**
Die Bekanntgabe der betreffenden Information muss zu einer Kursveränderung führen, die über die normalen täglichen Kursschwankungen hinausgeht, die je nach Volatilität eines Titels zwischen 2% und 3% liegen. Die betreffende Informationen muss dazu geeignet sein, das Anlageverhalten eines vernünftigen und mit dem Markt vertrauten Marktteilnehmers zu beeinflussen[671]. Ob eine Information tatsächlich diese Auswirkung hat, kann im Rahmen eines nachträglichen Verfahrens am einfachsten an der Wirkung abgeschätzt werden, die ihre spätere Veröffentlichung tatsächlich hatte. Wird die betreffende Information nicht offengelegt oder erfolgt die Offenlegung in einer Art, bei der unklar ist, wie gross die von ihr tatsächlich ausgelöste Veränderung ist[672], so kann auch darauf abgestellt werden, welche Kursänderungen ähnliche Mitteilungen bei anderen Unternehmen hervorgerufen haben.

– **Keine öffentliche Kenntnis**
Die Information darf den Marktteilnehmern nicht bereits aus anderen Quellen bekannt sein. Als bekannt kann sie allerdings nur betrachtet werden, wenn sie über die Informationssysteme des Unternehmens, d.h. Regelpublizität und Ad hoc-Mitteilungen, oder durch Medien bekanntgemacht worden ist[673]. Es genügt dagegen nicht, wenn die betreffende Information nur einzelnen Personen ausserhalb des Unternehmens bekannt ist – diesen ist der Handel bzw. das anderweitige Ausnützen kursrelevanter Tatsachen ja ebenfalls verboten, da sie Tippnehmer oder Zufallsinsider sein müssen. Auch wenn Gerüchte über gewisse Tatsachen im Markt kursieren, so gilt diese Tatsache nicht als bekannt, da bei den Marktteilnehmern in diesem Stadium der "Information" immer noch grosse Unsicherheit über den betreffenden Sachverhalt besteht.

Bei den meisten Insiderinformationen handelt es sich um Informationen über Tätigkeiten und Finanzen des Unternehmens selbst. Insiderinformation können nach der gesetzlichen Definition aber auch aus dem Umfeld des Unternehmens stammen. Deshalb können insbesondere Informationen von Kunden, die grosse Aufträge erteilen bzw. stornie-

670 Z.B. Informationen über personelle Änderungen auf untergeordneter Stufe oder über die Akquisition neuer Kleinkunden.

671 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 4, Rz. 10.

672 Weil z.B. die betreffende Information zusammen mit anderen kursrelevanten Informationen bekanntgegeben wird.

673 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 4, Rz. 9.

ren, von Behörden, die ein Verfahren gegen das Unternehmen führen oder von Dritten, die eine Transaktion mit dem betroffenen Unternehmen planen, ebenfalls Insiderinformationen darstellen. Auch Informationen über den Handel mit Effekten bzw. über grössere, bevorstehende Handelstransaktionen stellen Insiderinformationen dar, sofern diese Informationen den Kurs von Effekten tatsächlich beeinflussen können[674].

Beispiele von Insiderinformationen sind:

- Unerwartete Gewinnveränderungen;
- Grosse Vertragsabschlüsse und Aufträge;
- Bevorstehende Unternehmenskäufe, -verkäufe, Fusionen oder Spaltungen;
- Änderungen in der Strategie des Unternehmens, neue Investitionspläne;
- Änderungen in der Ausschüttungspolitik[675];
- Personelle Veränderungen bei den Organen eines Unternehmens;
- Grosse Kauf- oder Verkaufsaufträge Dritter in den Effekten eines Unternehmens – damit wird das "Front-Running" sowie "Parallel-Running" bei der Abwicklung grosser Aufträge zum Insiderdelikt;
- Der Plan eines Dritten, das Unternehmen zu übernehmen oder eine grosse Position aufzubauen;
- Die bevorstehende Veröffentlichung von Analystenberichten oder bei Bankempfehlungen[676].

Pläne und Strategien, deren Umsetzung die Kurse von Effekten erheblich beeinflussen können, stellen bereits dann Insiderinformationen dar, selbst wenn noch unsicher ist, ob sie tatsächlich umgesetzt werden[677]. Nur völlig unbestimmte Planungsvarianten, Handlungsalternativen oder auch Gerüchte stellen keine Insiderinformation dar, da sie sich noch nicht genügend verfestigt haben, um tatsächlich die Preisbildung zu beeinflussen.

1.3 Die Tathandlung

Bei den einzelnen Kategorien von Tätern werden unterschiedliche Tathandlungen erfasst:

1.4 Primärinsider

- **Handel aufgrund von Insiderinformationen**
  Primärinsider machen sich strafbar, wenn sie Informationen verwenden, um mit Effekten zu handeln. Dabei wird nicht nur der Handel mit den Aktien der betreffenden Gesellschaft erfasst, sondern auch der Handel mit allen Derivaten, die auf

674 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 4, Rz. 8.

675 Auch wenn die Ausschüttung vor der Generalversammlung vorgenommen werden, gilt die vom Verwaltungsrat beschlossene Dividendenstrategie, nach der dieser seine Dividendenanträge richtet, als Insiderinformation.

676 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 5, Rz. 15.

677 Dies gilt sowohl für Pläne und Strategien des Unternehmens selbst (z.B. Akquisitions- oder Devestitionsprojekte) wie auch für Pläne Dritter, die ein kotiertes Unternehmen übernehmen wollen.

den betreffenden Aktien basieren – unabhängig davon, ob die betreffenden Derivate selbst kotiert sind[678]. Erfasst wird in diesem Sinne z.B. der Handel mit Optionen, CFDs, Aktienswaps und alle Arten strukturierter Produkte. Als Ausnützen von Insiderinformationen gilt auch das Ändern oder Stornieren[679] eines Auftrags, wenn diese Handlung aufgrund einer Insiderinformation erfolgt und der betreffende Marktteilnehmer eine vorher bereits eingeleitete Transaktion unterlässt. Zu dieser Situation kann es kommen, wenn ein Anleger bereits einen Verkaufsauftrag für Aktien gegeben hat, diesen aber zurückzieht, weil er positive Insiderinformationen über die betreffende Gesellschaft erhält. Nicht als Insiderhandel gilt aber eine Transaktion, wenn ein Marktteilnehmer diese unterlässt, weil er Insiderinformationen hat.

Nicht als Handel gelten Transaktionen, die unabhängig vom Willen der betroffenen Personen durchgeführt werden, wie z.B. die bereits früher vereinbarte Zuteilung von Aktien oder Optionen im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen. Auch die Ausübung von Derivaten am Fälligkeitstermin kann nicht als insiderrelevanter Handel erfasst werden, wenn die betreffende Person eine aus ökonomischer Sicht gebotene Handlung vornimmt, die auch ein Dritter ohne die betreffenden Insiderkenntnisse vornehmen würde – auch ein Insider darf daher eine früher erworbene Option ausüben, die am Verfalltag "im Geld" liegt, da diese Handlung nicht von Insiderinformationen beeinflusst ist[680].

– **Weitergabe von Informationen an Dritte**
Primärinsider machen sich auch strafbar, wenn sie Insiderinformationen an Dritte weitergeben. Die Weitergabe ist dabei unabhängig davon strafbar, ob der Dritte die betreffende Information tatsächlich in irgendeiner Weise für den Handel mit Effekten nutzt. Nach Art. 40 BEHG genügt allein die Weitergabe, um den Straftatbestand zu erfüllen bzw. die Strafe auszulösen. Soweit ein Primärinsider allerdings Informationen weitergibt, weil dies im Rahmen seiner Tätigkeit im Unternehmen notwendig ist, macht er sich nicht strafbar. Daher ist ein Insider gemäss Art. 55g BEHV (Börsenverordnung) nicht strafbar, wenn er Informationen an Personen weitergibt, die für das Unternehmen tätig sind und diese Informationen für die Erfüllung ihrer Aufgaben benötigen. Daher ist insbesondere die Weitergabe von Insiderinformationen an Unternehmensberater, Rechtsanwälte und Revisoren, die für ein Unternehmen arbeiten, zulässig. Insiderinformationen können aber auch an Dritte abgegeben werden, mit denen das Unternehmen einen Vertrag abschliessen oder eine Transaktion durchführen will, wenn dies für die betreffende Transaktion notwendig ist. Voraussetzung für die straffreie Weitergabe ist allerdings, dass die Empfänger dieser Informationen aufgrund vertraglicher oder gesetzlicher Verpflichtungen weitergeben dürfen . Soweit die Empfänger nicht einer

678 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 4, Rz. 12.

679 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 4, Rz. 14.

680 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 4, Rz. 13.

gesetzlichen Geheimhaltungspflicht unterstehen[681] muss der Insider vor der Bekanntgabe der betreffenden Information daher eine entsprechende Geheimhaltungserklärung des Empfängers einholen.

– **Abgabe von Empfehlungen an Dritte**
Der Primärinsider macht sich auch strafbar, wenn er einer Drittperson die betreffende Insiderinformation selbst nicht weitergibt, aber aufgrund dieser Information eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Effekten abgibt. Wiederum ist es für die Strafbarkeit des Primärinsiders irrelevant, ob der Empfänger der Empfehlung aufgrund der betreffenden Empfehlung tatsächlich eine Transaktion in den betreffenden Effekten vornimmt.

1.5 Tippnehmer und Zufallsinsider

Tippnehmer und Personen, die Zufallsinformationen erhalten, werden nur bestraft, wenn sie die betreffenden Insiderinformationen dazu ausnutzen, um mit Effekten zu handeln. Die Weitergabe von Informationen und die Abgabe von Empfehlungen sind hingegen bei diesen Personen nicht strafbar[682].

1.6 Vorsatz

Die Tathandlung setzt bei allen Tätern Vorsatz voraus. Dies bedeutet insbesondere, dass ihnen bewusst sein muss, dass die Information, aufgrund der sie Effekten handeln oder die sie weitergeben, tatsächlich eine Insiderinformation ist, d.h. dem Markt unbekannt ist. Dabei genügt allerdings Eventualvorsatz, d.h. die betreffenden Personen werden auch dann bestraft, wenn sie nicht sicher waren, ob es sich um Insiderinformationen handelt, aber unabhängig davon den Entschluss gefasst haben, eine Tathandlung vorzunehmen.

2. Der aufsichtsrechtliche Tatbestand (Art. 33e BEHG)

Der aufsichtsrechtliche Tatbestand ist breiter formuliert als der strafrechtliche Tatbestand:

2.1 Die möglichen Täter

Das Aufsichtsrecht erfasst alle Personen, die eine Information, von der sie wissen oder wissen müssten, dass es eine Insiderinformation ist, zum Handel ausnutzen, einem anderen mitteilen oder auf dieser Basis eine Empfehlung abgeben. Der Täterkreis umfasst daher Primärinsider, Tippnehmer sowie auch alle Personen, die durch Zufall Insiderinformationen erhalten haben.

---

681 Anwalts- oder Revisorengeheimnis.

682 Ein derartiges Verhalten kann aber wie unten dargestellt verwaltungsrechtliche Sanktionen der FINMA nach sich ziehen.

2.2 Der Begriff der Insiderinformation

Die aufsichtsrechtliche Verfolgung von Insiderhandel basiert auf dem gleichen Begriff der Insiderinformation wie der strafrechtliche Tatbestand[683], sodass diesbezüglich vollumfänglich auf die Ausführung oben in Ziff. 1.2 verwiesen werden kann.

2.3 Die Tathandlung

Die Tathandlung besteht gemäss Art. 33e BEHG darin, dass eine Person für den Handel mit Effekten Insiderinformationen ausnützt, einem anderen mitteilt oder auf einer Insiderinformation basierend eine allgemeine Empfehlung zum Handel mit Effekten der betreffenden Gesellschaft abgibt. Dementsprechend werden in aufsichtsrechtlicher Hinsicht bei allen Insidern, diejenigen Verhaltensweisen erfasst, die gemäss Art. 40 Abs. 1 BEHG bei Primärinsidern strafrechtlich geahndet werden. Tippnehmer und Zufallsinsider werden daher aufsichtsrechtlich wesentlich härter verfolgt als im Strafrecht: Auch sie werden aufsichtsrechtlich erfasst und können mit Sanktionen belegt werden, wenn sie Insiderinformationen weitergeben oder auf Insiderinformationen basierende Empfehlungen abgeben, während sie strafrechtlich aufgrund dieser Handlungen nicht verfolgt werden können.

2.4 Kein Vorsatz notwendig

Im Gegensatz zum Strafrecht ist für die aufsichtsrechtliche Erfassung einer Tat kein Vorsatz erforderlich. Dementsprechend wird auch die völlig unbeabsichtigte Weitergabe von Informationen durch einen Primärinsider, Tippnehmer oder Zufallsinsider geahndet – es genügt, dass die Weitergabe gegen Sorgfaltspflichten verstösst. Damit wird insbesondere der Primärinsider erfasst, der E-Mails mit geheimem Inhalt versehentlich an unrichtige Adressaten schickt oder die Manager, die in einem öffentlichen Lokal über Insiderinformationen diskutieren und so Dritten die Gelegenheit geben, mitzuhören. Werden Gespräche oder die Korrespondenz von Insidern allerdings in einer Weise abgehört bzw. überwacht, die für den betreffenden Insider nicht erkennbar ist, so liegt keine Sorgfaltspflichtverletzung vor, da der betreffende Insider nicht damit rechnen kann, dass Drittpersonen oder staatliche Organisation in dieser Weise rechtswidrig vorgehen[684].

Auch das Bewusstsein, dass es sich bei den betreffenden Informationen, die ausgenützt bzw. weitergegeben werden, um Insiderinformationen handelt, ist nicht notwendig. Es genügt, wenn die betreffende Person bei genügender Aufmerksamkeit feststellen konnte, dass es sich bei den betreffenden Informationen um eine Insiderinformation handelt, d.h. dass es sich um Informationen handelt, die kursrelevant und nicht allgemein bekannt sind. Bei der Bestimmung der üblichen Aufmerksamkeit ist allerdings von der konkreten Situation der betreffenden Person auszugehen. An ein Konzernleitungsmitglied einer kotierten Gesellschaft sind dementsprechend höhere Anforderungen zu stellen, als an

683 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 4, Rz. 8 ff..

684 Dies gilt auch, nachdem bekannt ist, dass verschiedene Staaten die technischen Möglichkeiten zur Durchsicht elektronischer Korrespondenz und zum Abhören von Gesprächen in äusserst breiter Weise ausnützen. Die betreffenden Insider können im Rahmen des Insiderrechts nicht für das rechtswidrige Verhalten von Dritten verantwortlich gemacht werden.

einen Produktionsmitarbeiter eines Zulieferbetriebes, der zufällig in den Besitz von Insiderinformationen kommt.

2.5 Geringe Erfordernisse beim Nachweis durch die FINMA

Aufgrund der breiten Definition der Tathandlung muss die FINMA nur relativ wenige Sachverhaltselemente nachweisen, um Sanktionen ergreifen zu können. Letztlich genügt es, wenn die FINMA nachweisen kann, dass eine Person eine Insiderinformation erhalten hat und diese weitergegeben oder selbst verwendet hat. Weder muss nachgewiesen werden, dass die betreffende Person tatsächlich wusste, dass es sich um eine Insiderinformation handelt, noch dass sie bei ihrer Tathandlung vorsätzlich handelte.

2.6 Ausnahmen vom Insidertatbestand

Sowohl bezüglich des aufsichtsrechtlichen wie auch des strafrechtlichen Tatbestands, werden aber gewisse Handlungen ausgenommen, die nicht normalen Marktverhalten entsprechen und deshalb nicht als verpönte Insiderhandlungen betrachtet werden können:

2.6.1 Die Umsetzung des eigenen Entschlusses, ein Effektengeschäft zu tätigen (Art. 55f lit. a BEHV)

Entschliesst sich eine Partei zu einer bestimmten Transaktionen, so kann die Kenntnis, die sie darüber hat, bei ihr selbst nicht als Insiderinformation betrachtet werden. Will ein Investor z.B. eine grössere Beteiligung an einer kotierten Gesellschaft erwerben, sind Käufe von Aktien oder Derivaten, die er zum Erwerb dieser Position tätigt, keine Insiderhandlungen. Würde ein Dritter dagegen, der von dieser Absicht durch einen Tipp oder durch Zufall erfahren hat, Käufe tätigen, so würde dies den Insidertatbestand erfüllen[685].

2.6.2 Der Erwerb von Aktien einer Zielgesellschaft im Hinblick auf ein eigenes öffentliches Angebot (Art. 55f lit. a BEHV)

Wenn eine Person ein öffentliches Angebot plant, so stellt dies im Allgemeinen für Dritte eine Insiderinformation dar. Für die betreffende Person selbst hingegen ist die eigene Absicht keine Insiderinformation. Dementsprechend kann sie auch vor dem öffentlichen Angebot Aktien und Derivate erwerben, um ihre Beteiligung zu erhöhen. Dies gilt allerdings dann nicht, wenn sie im Rahmen einer Due Diligence vorgängig von der Zielgesellschaft Informationen erhalten hat, die Insiderinformationen darstellen. Ein Kauf von Aktien oder Derivaten in einer derartigen Situation würde den Insidertatbestand erfüllen. Beim Angebot selbst fällt diese Barriere allerdings weg, weil der betreffende Anbieter im Angebotsprospekt gemäss Art. 23 UEV ja alle kursrelevanten Informationen offenlegen muss, die dem Publikum nicht bekannt sind und somit im Zeitpunkt, in dem die

685 "Front Running".

Angebotsfrist beginnt, beim Anbieter keine Insiderinformation mehr vorhanden sein sollten[686].

2.6.3 Die Mitteilung von Insiderinformationen an Dritte zur Erfüllung von gesetzlichen oder vertraglichen Verpflichtungen (Art. 55g lit. a BEHV)

Soweit Insiderinformationen Dritten zugänglich gemacht werden müssen, weil diese ihre vertraglichen oder gesetzlichen Verpflichtungen gegenüber dem Unternehmen nur erfüllen können, wenn sie über die betreffenden Informationen verfügen, verletzt die entsprechende Mitteilung die Insiderregeln nicht. In diesem Sinne können Insiderinformationen Unternehmensberatern, Revisoren oder auch Anwälten, die für ein Unternehmen tätig sind, mitgeteilt werden. Die Organe des Unternehmens, welche diese Mitteilung machen, müssen dabei allerdings sicherstellen, dass diese Personen sich zur Verschwiegenheit verpflichten, wenn sie nicht schon eine gesetzliche Geheimhaltungspflicht haben[687].

2.6.4 Die Mitteilung von Insiderinformationen an Dritte im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrages (Art. 55g lit. b BEHV)

Ein Insider kann Insiderinformationen auch einem Dritten offenlegen, wenn das Unternehmen mit diesem einen Vertrag eingehen bzw. eine Transaktion durchführen will und die Mitteilung der betreffenden Information für die Vorbereitung bzw. Entschlussfassung im Rahmen der Transaktion notwendig ist. So kann ein kotiertes Unternehmen z.B. einem potentiellen An-bieter in einer Due Diligence auch Insiderinformationen offenlegen. Das Gleiche gilt auch, wenn ein Unternehmen mit einem Dritten einen Joint Venture Vertrag oder sonst eine Beziehung eingehen will, für deren Vorbereitung Geschäftsgeheimnisse offengelegt werden müssen. In diesen Fällen muss aber durch den Abschluss einer Geheimhaltungsvereinbarung sichergestellt werden, dass die Insiderinformation tatsächlich geheim gehalten wird. Der Empfänger darf die Insiderinformation selbstverständlich nicht für Transaktionen in den Effekten des betreffenden Unternehmens missbrauchen. Bei einer derartigen Handlung würde er als Tippnehmer bestraft, auch wenn die ursprüngliche Übermittlung der Information selbst aufgrund von Art. 55g lit. b BEHV nicht strafbar war.

2.7 Präventivmassnahmen

2.7.1 Präventivmassnahmen bei Unternehmen

Kotierte Unternehmen, aber auch Banken, Effektenhändler sowie institutionelle Anleger müssen bei ihrer Tätigkeit die notwendigen Massnahmen treffen, um Verletzungen der Insiderregeln zu vermeiden. Derartige Massnahmen sind notwendig, weil der Verwal-

686 Gemäss Art. 23 UEV muss der Anbieter im Angebotsprospekt bestätigen, dass er weder direkt, noch indirekt von der Zielgesellschaft nicht-öffentliche Informationen erhalten hat, welche die Entscheidung der Adressaten des Angebotes massgeblich beeinflussen könnten. Dies verpflichtet den Anbieter indirekt, alle entsprechenden Informationen im Angebotsprospekt offenzulegen, sofern diese nicht in der Stellungnahme des Verwaltungsrates zum Angebotdem Publikum bekannt gemacht werden.

687 Bankgeheimnis, Revisionsgeheimnis oder Anwaltsgeheimnis.

tungsrat gemäss Art. 716a OR dafür sorgen muss, dass Geschäftsleitung und Mitarbeiter des Unternehmens bei ihrer Tätigkeit an die geltenden Rechtsnormen halten. Überdies führt eine Verurteilung von Mitarbeitern oder sogar Organen eines kotierten Unternehmens zu erheblichen Reputationsschäden für das Unternehmen selbst[688].

Dabei ist folgendes Vorgehen zu empfehlen:

– Erlass von Weisungen für Organe und Mitarbeiter zur Erfüllung der Insiderregeln ("Insiderreglement");

– Ausbildung der betroffenen Personen, um sicherzustellen, dass sie die Weisungen des Unternehmens verstehen und auch praktisch anwenden können. Eine derartige Ausbildung ist gerade bei Personen notwendig, die wenig geschäftsgewandt sind, aber im Rahmen ihrer Funktion dennoch mit Insiderinformationen in Berührung kommen wie z.B. Sekretariatsmitarbeiter, da ihnen sonst schon das Bewusstsein für die Existenz der Insiderregeln fehlt;

– Abgabe und regelmässiges Aufdatieren einer Liste von Gesellschaften, deren Effekten nicht gehandelt werden dürfen, weil die Organisation im Besitz von Insiderinformationen ist ("Black-List"). Bei kotierten Unternehmen werden dagegen im Allgemeinen zeitlich befristete Handelsverbote für die eigenen Aktien ausgesprochen.

Die prudentiell beaufsichtigten Marktteilnehmer, d.h. insbesondere Banken, Effektenhändler, Versicherungen und Fondsleitungsgesellschaften müssen bezüglich der Präventionsmassnahmen die auf Seite 7 ff. des Rundschreibens 2013/8 der FINMA definierten Massnahmen umsetzen, um Insiderdelikte zu verhindern.

Zum Teil gibt es auch Unternehmen, die einerseits aufgrund ihrer Tätigkeit Insiderinformationen über kotierte Gesellschaften erhalten, andererseits aber auch im Rahmen ihres Geschäftes Titel der betreffenden Unternehmen handeln müssen. In dieser Lage befinden sich insbesondere Universalbanken, die im Rahmen ihres Kredit- oder Investmentbanking-Geschäftes viele kursrelevante Informationen über Unternehmen erhalten, anderseits aber für ihre Vermögensverwaltungskunden auch mit den Effekten der betreffenden Unternehmen handeln und für ihre Kunden Analysen veröffentlichen. Diese Unternehmen müssen durch organisatorische Massnahmen sicherstellen, dass die vorhandenen Insiderinformationen nicht zu Personen gelangen, mit deren Tätigkeit sie in Konflikt stehen (Chinese Walls)[689].

---

688 Ein Beispiel eines derartigen Vorfalles sind die Probleme, welche die Sanova hatte, als im Jahr 2011 öffentlich der Verdacht geäussert wurde, dass ein Mitglied des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung Insiderdelikte begangen hat.

689 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 8, Rz. 49 ff.

2.7.2 Präventivmassnahmen bei individuellen Anlegern

Bei individuellen Anlegern sind Kenntnis der Insiderregeln und Selbstdisziplin beim Handel die wichtigsten Schritte zur Vermeidung von Problemen. Die Erfahrungen der Aufsichtsbehörden in den USA zeigt, dass in den meisten Insiderfällen die Täter genau wussten, dass sie gegen anwendbare Vorschriften verstiessen, dass aber gleichzeitig die Aussicht auf einen schnellen Gewinn[690] einen übermächtigen Anreiz zum Handeln gab. In Anbetracht der sehr harten Strafen und administrativen Massnahmen, die in derartigen Fällen ausgesprochen werden können, dürfen Anleger diesem Anreiz nicht nachgeben.

690 Oder die Vermeidung von Verlusten, wenn es um den Verkauf von Aktien ging.

C. KURSMANIPULATIONEN

Strafrechtlicher Tatbestand:

- *Wenn eine Person bewertungsrelevante Informationen abgibt, die falsch oder irreführend sind oder durch gleichzeitige Käufe und Verkäufe Marktaktivität simuliert (wash trades), wird diese mit Gefängnis bis zu drei Jahren bestraft. Hat sie einen Gewinn von mehr als CHF 1 Mio. erzielt, so liegt die maximale Strafe bei fünf Jahren.*

- *Eine Strafe kann nur bei Vorsatz erfolgen, wobei die Verbreitung von Fehlinformationen "wider besseres Wissen" erfolgen muss, d.h. der Täter muss wissen, dass die von ihm verbreiteten Informationen inhaltlich falsch oder irreführend sind.*

Aufsichtsrechtlicher Tatbestand:

- *Die FINMA kann eingreifen, wenn eine Person Informationen abgibt oder Handelspraktiken verfolgt, die falsche oder irreführende Signale im Markt ergeben. Dabei werden alle Handelspraktiken erfasst, die ein Angebot oder ein Handelsvolumen vortäuschen, das tatsächlich gar nicht gegeben ist. So werden insbesondere Käufe und Verkäufe, die im Rahmen einer Gruppe kompensiert werden, die künstliche Verengung des Marktes, die durch die Blockierung oder den Aufkauf von den Aktien herbeigeführt wird, systematische Käufe bzw. Verkäufe kurz vor Handelsschluss zur Beeinflussung der Schlusskurse oder auch die Kurspflege als Kursmanipulation betrachtet.*

- *Ein Vorsatz ist nicht notwendig, es genügt, wenn die betreffende Person weiss oder wissen muss, dass ihre Handlungen oder Informationen falsche Signale ergeben können.*

Folgende Handlungen werden aber ausdrücklich zugelassen:

- *Die Kursstabilisierung während den ersten 30 Tagen nach der Emission neuer Effekten (einschliesslich Bezugsrechte) ist zulässig, wenn diese offengelegt wird und sich nur auf den Emissionskurs bezieht.*

- *Das Market Making, bei der eine Person gleichzeitig Geld- und Briefkurse für bestimmte Effekten stellt.*

- *Arbitragegeschäfte, bei denen eine Person an mehreren Börsenplätzen oder –plattformen gleichzeitig Kauf- und Verkaufsgeschäfte durchführt.*

Präventivmassnahmen

- *Banken, Effektenhändler, institutionelle Privatanleger müssen im Rahmen ihrer Compliance-Bemühungen Präventivmassnahmen treffen. Notwendig sind dabei Weisungen an Organe und Arbeitnehmer, Ausbildung der betroffenen Personen, Überwachungsmassnahmen.*

1. Der strafrechtliche Tatbestand (Art. 40a BEHG)

Art. 40a BEHG erfasst Kursmanipulationen in strafrechtlicher Hinsicht. Bestraft werden alle Personen, welche eine der folgenden Handlungen vornehmen, um den Kurs von kotierten Effekten zu beeinflussen:

1.1 Kursmanipulation durch Fehlinformation

Strafbar ist zunächst die bewusste Verbreitung von Fehlinformationen. Dieser Tatbestand wird nicht nur erfüllt, wenn eine Person Informationen verbreitet, die falsch, d.h. inhaltlich unrichtig, sind, sondern auch dann, wenn diese zwar richtig sind, aber für den Empfänger irreführend erscheinen. Als irreführend gilt die Information dann, wenn sie beim durchschnittlichen Marktteilnehmer eine falsche Vorstellung über Tatsachen hervorruft, die für die Bewertung der Aktien relevant sind, sodass der betreffende Marktteilnehmer auf dieser Basis einen Entscheid zum Kauf bzw. Verkauf trifft[691]. Zu einer derartigen Situation kommt es beispielsweise, wenn eine Person in einem Blog mit grosser Aufmachung über extrem profitable Aufträge schreibt, die ein kotiertes Unternehmen erhalten hat, dabei aber verschweigt, dass sich die Aufträge nur auf ein sehr geringes Volumen beziehen, sodass dieser Auftrag den Börsenkurs bei objektiver Betrachtung in keiner Weise beeinflussen kann.

Der Tatbestand der Kursmanipulation durch Fehlinformation kann grundsätzlich durch alle Personen erfüllt werden, die Informationen verbreiten, d.h. auch durch Anleger, die Informationen weitergeben, durch Journalisten und Analysten, die in ihren Artikeln bzw. Analysen falsche Informationen verbreiten, aber auch durch Unternehmen, die über die eigene Tätigkeit bzw. über ihre Aussichten falsche oder irreführende Angaben machen.

Falsche oder irreführende Angaben werden allerdings nur erfasst, wenn sie sich auf bewertungsrelevante Tatsachen beziehen, d.h. auf Tatsachen, die geeignet sind, die Preisbildung im Markt zu beeinflussen. In Frage kommen dabei Informationen in verschiedenen Bereichen[692]:

– Informationen über unternehmensinterne Tatsachen, die bewertungsrelevant sind, wie z.B. über die Ertrags- oder Auftragslage, die Produktpipeline, die Nachfragesituation der Kunden oder die erfolgreiche Durchführung von Kostensenkungsprogrammen.

691 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 5, Rz. 17.

692 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 5, Rz. 20 f. Die Bestimmungen über Marktmanipulationen erfassen einen breiteren Kreis von Informationen als der Insidertatbestand i.S.v. Art. 40 BEHG, da auch Informationen erfasst werden, die völlig ausserhalb des Unternehmens liegen – wie die unten genannten makroökonomischen Daten – und deshalb nicht Insiderinformationen darstellen.

– Informationen über Ereignisse ausserhalb des Unternehmens, die dieses direkt beeinflussen und deshalb für die Kursbildung relevant sind, wie z.B. Prozessdrohungen Dritter oder die Einleitung von Verfahren durch Behörden.

– Verbreitung falscher oder irreführender Informationen über Transaktionen und Absichten Dritter, welche die Kurse beeinflussen können: Auch Informationen über bevorstehende Übernahmen, den Aufbau grosser Beteiligungen durch einen Dritten oder hohe Kaufs- und Verkaufspositionen können daher im Rahmen der Marktmanipulation relevant sein.

– Makroökonomische Informationen: Auch makroökonomische Faktoren beeinflussen Kurse von Effekten direkt. Dementsprechend werden auch falsche Aussagen in diesem Bereich erfasst, wie z.B. unrichtige Angaben über neue "Beschlüsse" der SNB zur Zinsgestaltung oder über Währungsinterventionen.

Eine Fehlinformation liegt im Übrigen nicht nur vor, wenn Angaben über Tatsachen gemacht werden. Grundsätzlich kann auch eine Prognose irreführend sein. Eine Prognose ist aber nicht allein dann irreführend, wenn sie im Ergebnis falsch ist, da Prognosen immer mit Unsicherheiten verbunden sind und dies auch allen Marktteilnehmern bewusst ist[693]. Eine Prognose kann daher nur dann eine bewusste Falschinformation sein, wenn sie wider besseres Wissen abgeben wird, d.h. der betroffenen Person klar ist, dass die von ihr prognostizierte Entwicklung aufgrund der heutigen Sachlage gar nie eintreten kann. Weiss ein Pharmaunternehmen beispielsweise, dass ein Medikament Nebenwirkungen hat und deshalb keine Zulassung zu erwarten ist, darf es nicht eine positive Gewinnprognose verbreiten, die auf hohen Umsätzen dieses Medikamentes beruht.

Der Täter muss sowohl bezüglich der Unrichtigkeit wie auch der Irreführung "wider besseres Wissen" handeln, d.h. es muss ihm bewusst sein, dass seine Meldung falsch oder irreführend ist. Dies bedeutet, dass bezüglich dieses Sachverhaltselements direkter Vorsatz gegeben sein muss. Der blosse Eventualvorsatz wird dagegen nicht erfasst.

Der Begriff des Verbreitens umfasst nicht nur die Verbreitung über elektronische oder traditionelle Medien, sondern jede Art der Bekanntgabe an eine Mehrzahl von Personen, wie z.B. der Versand von E-Mails oder Zirkularen[694]. Die blosse Mitteilung an eine bestimmte Person genügt dagegen nicht, um diesen Tatbestand zu erfüllen.

1.2 Kursmanipulationen – Gleichzeitige Käufe und Verkäufe von Effekten / Wash Trades

Der Begriff der Kursmanipulation erfasst auch Personen, die gleichzeitig bestimmte Effekten kaufen und verkaufen, um so den Eindruck einer real gar nicht existierenden

693 Tatsächlich zeigt die Praxis, dass sehr viele Prognosen, die Unternehmen, Analysten und Journalisten über die Entwicklung einzelner Unternehmen oder auch über makroökonomische Trends machen, unrichtig sind.

694 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 5, Rz. 16.

Handelsaktivität hervorzurufen. Derartige Transaktionen gelten auch dann als Kursmanipulationen, wenn beim Handel zwar formell unterschiedliche Personen auftreten, die eine Person bei wirtschaftlicher Betrachtung aber indirekt für die andere handelt, weil z.B. eine der Parteien Treuhänder oder Tochtergesellschaft der anderen ist. Das gleiche gilt auch, wenn zwei Parteien in dem Sinne zusammenarbeiten, dass sie die Gewinne und Verluste aus diesen Transaktionen untereinander ausgleichen und so in wirtschaftlicher Sicht das gleiche Ergebnis erzielen, wie wenn eine Person allein handelt.

Manipulative Transaktionen, die nicht vollständig ausgeglichen werden[695], können dagegen nicht strafrechtlich erfasst, sondern nur aufsichtsrechtlich verfolgt werden[696]. Diese Differenzierung drängte sich für den Gesetzgeber auf, da die Grenze zwischen normalen Transaktionen und den manipulativen Transaktionen, denen echte Käufe und Verkäufe zu Grunde liegen, sehr schwierig zu ziehen ist und deshalb eine strafrechtliche Norm nicht mit genügender Präzision formuliert werden kann. Daher beschränkt sich die Strafbarkeit auf "unechte" Transaktionen bzw. Wash Trades, die keinen ökonomischen Sinn haben und deren Ziel allein in der Manipulation der Kursgestaltung liegt. Weitere manipulatorische Handelstätigkeiten werden dagegen aufsichtsrechtlich erfasst.

1.3 Vorsatz

Eine Kursmanipulation erfordert subjektiv Vorsatz, d.h. die betreffende Person muss die Handlung bewusst mit dem Ziel begehen, falsche oder irreführende Informationen zu verbreiten bzw. den Kurs durch unechte Transaktion zu manipulieren. Wie oben dargestellt, ist bezüglich des Wahrheitsgehaltes bzw. des irreführenden Charakters von Informationen sogar direkter Vorsatz notwendig, sodass in diesem Bereich ein Eventualvorsatz nicht genügt.

Die fahrlässige oder sogar unbewusste Verbreitung von Fehlinformationen, zu der es aufgrund ungenügender Analysen oder blosser Übermittlungsfehler kommen kann, ist dagegen nicht strafbar. Das Gleiche gilt für unbeabsichtigt gegenläufige Transaktionen, die es zum Beispiel bei der Stornierung von Aufträgen geben kann.

Die maximale Strafe für Kursmanipulation liegt bei drei Jahren Freiheitsentzug, wobei auch eine Busse bzw. die Kombination mit einer Busse möglich ist.

2. Der qualifizierte Tatbestand der schweren Kursmanipulation

Kommt es zu einer Kursmanipulation, die dem Täter einen Vermögensvorteil von mehr als CHF 1 Mio. einbringt, so beläuft sich die Höchststrafe auf 5 Jahre Freiheitsentzug. Eine derartige Tat ist auch die Vortat zur Geldwäscherei im Sinne von Art. 305bis StGB.

---

695 Z.B. Käufe und Verkäufe, die im Abstand von wenigen Tagen und deshalb zu unterschiedlichen Kursen erfolgen etc.

696 Zu dieser Art von Transaktion vgl. Ziff. 3.3.2.

3. Der aufsichtsrechtliche Tatbestand (Art. 33f BEHG)

Der aufsichtsrechtliche Tatbestand der Kursmanipulation ist wesentlich breiter formuliert als der strafrechtliche und umfasst sowohl die Verbreitung von Informationen wie auch Handelsaktivitäten, die "falsche Signale" ergeben. Ziel ist letztlich die Erfassung aller Handlungen, welche die Informationsverarbeitung der Marktteilnehmer beeinträchtigen oder die Preisbildung durch die "echte" Nachfrage verfälschen. Diese am Gesetzeszweck orientierte Regelung führt allerdings zu einem sehr breiten und in den Randbereichen unscharfen Anwendungsbereich mit entsprechenden Grauzonen.

3.1 Verbreitung von Informationen, die falsche oder irreführende Signale geben

3.1.1 Falsche oder irreführende Signale

Dieser Tatbestand erfasst alle Personen, die Informationen öffentlich verbreiten, von denen sie wissen oder wissen müssen, dass sie falsche oder irreführende Signale für das Angebot oder die Nachfrage von börsenkotierten Effekten geben.

Auch der aufsichtsrechtliche Tatbestand umfasst nur Informationen, die kursrelevant sind, weshalb in diesem Punkt auf die Ausführungen zum strafrechtlichen Tatbestand verwiesen werden kann. Der zentrale Begriff für die Qualifikation einer derartigen Information als Fehlinformation ist aus gesetzgeberischer Sicht der Begriff des "falschen oder irreführenden Signals" – eine Manipulation liegt dementsprechend immer dann vor, wenn eine Mitteilung entweder inhaltlich unrichtig ist oder aber als irreführend empfunden wird. Entscheidend ist dabei, genau wie bei der oben dargestellten strafrechtlichen Begriffsbildung, der Eindruck, den eine Information beim Empfänger, d.h. dem durchschnittlichen Marktteilnehmer, auslöst; wenn sie bei diesem eine Vorstellung erzeugt, die vom tatsächlichen Sachverhalt abweicht und dies seine Transaktionsentscheide beeinflusst, so liegt eine Irreführung und dementsprechend auch eine Kursmanipulation vor[697].

3.1.2 Leichte Fahrlässigkeit genügt

Aufgrund dieser Definition kann der aufsichtsrechtliche Tatbestand mit der gleichen Art von Informationen erfüllt werden, wie der strafrechtliche Tatbestand. Entscheidender Unterschied zwischen dem strafrechtlichen und dem aufsichtsrechtlichen Tatbestand ist allerdings, dass der strafrechtliche Tatbestand nur erfüllt wird, wenn die betreffende Person "wider besseres Wissen" handelt, d.h. bezüglich Unrichtigkeit oder Irreführung direkten Vorsatz hat, während es für den aufsichtsrechtlichen Tatbestand genügt, wenn die betreffende Person die Unrichtigkeit bzw. die Irreführung bei genügender Aufmerksamkeit hätte erkennen können. Daher genügt bereits eine leicht fahrlässige Handlung, um den aufsichtsrechtlichen Tatbestand zu erfüllen.

Bei der Beurteilung der Fahrlässigkeit wird auf die Aufmerksamkeit abgestellt, die ein durchschnittlicher Dritte in der gleichen Position aufwendet. Diese nach der Funktion

697 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 5, Rz. 17, Rz. 20 f.

der betreffenden Person abgestufte Betrachtung der Sorgfaltspflicht führt dazu, dass die Sorgfaltserfordernisse zwischen Organen kotierter Gesellschaften, Analysten, Journalisten und privaten Anlegern differenziert betrachtet werden müssen. Wenn eine Person als Organ eines kotierten Unternehmens oder als Journalist bzw. Analyst in professioneller Eigenschaft handelt, ist ein strengerer Massstab anzuwenden als bei einem Anleger oder einem untergeordneten Arbeitnehmer, der ein Gerücht weitergibt.

3.2 Manipulation durch falsche Signale bei Transaktionen

Der aufsichtsrechtliche Tatbestand wird auch dann erfüllt, wenn eine Person Transaktionen tätigt oder Kaufs- bzw. Verkaufsaufträge erteilt, von denen sie weiss oder wissen muss, dass sie falsche oder irreführende Signale für die Marktteilnehmer geben. Dieser Tatbestand geht wesentlich weiter als der oben in Ziff. 1.2 dargestellte strafrechtliche Tatbestand, da nicht nur "unechte" Transaktionen erfasst werden, sondern auch echte Transaktionen, d.h. Geschäfte, die nicht sofort wieder durch Gegengeschäfte ausgeglichen werden. Voraussetzung ist allein, dass die betreffenden Transaktionen zu einer Kursbildung führen, die nicht dem tatsächlichen Stand von Angebot und Nachfrage entsprechen. Gemäss dem heutigen Rundschreiben betreffend Marktverhaltensregeln[698] will die FINMA insbesondere folgende Praktiken erfassen:

- **Eingabe von kleinen Kaufsaufträgen, um ein Nachfragevolumen vorzutäuschen ("Painting the Tape").**
  Die Eingabe von kleinen Aufträgen ist selbstverständlich nicht unzulässig. Problematisch ist, wenn dies ohne wirtschaftlichen Hintergrund gemacht wird, d.h. die betreffenden Aufträge jeweils zurückgezogen werden, bevor sie ausgeführt werden können.

- **Kauf und Verkauf derselben Effekten auf Rechnung der gleichen wirtschaftlich Berechtigten (Wash Trades).**
  In diesem Rahmen werden Transaktionen erfasst, bei denen der betreffende Marktteilnehmer gleichzeitig die gleichen Effekten kauft und verkauft, d.h. kein Anlage- oder Spekulationszweck erkennbar ist und er dementsprechend auch kein Risiko eingeht[699]. Wie unten dargestellt, sind das gleichzeitige Stellen von Kaufs- und Verkaufskursen im Rahmen des Market Making sowie auch Arbitragegeschäfte, d.h. der gleichzeitige Kauf und Verkauf an verschiedenen Börsenplätzen bzw. -plattformen von diesem Tatbestand ausgenommen, da es sich bei diesen Transaktionen um eine wirtschaftlich sinnvolle und legitime Handelstätigkeit handelt[700].

---

698 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 5, Rz. 23.

699 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 5, Rz. 22.

700 Bei diesen Transaktionen stellt der betreffende Marktteilnehmer ja auch nicht die gleichen Kurse, sondern immer unterschiedliche Brief- und Geldkurse, so dass er mit der Differenz einen Gewinn realisieren kann.

– **Käufe und Verkäufe von Effekten, um den Anschein von Marktaktivität zu erwecken.**
Eine derartige Handlung liegt vor, wenn eine Person oder eine Gruppe von Personen zwar nicht Transaktionen tätigen, die sich wie Wash Trades direkt ausgleichen, aber Kaufs- und Verkaufstransaktionen tätigen, die sich über einen längeren Zeitraum ausgleichen und daher keinen wirtschaftlichen Sinn ergeben, sondern nur dazu dienen Handelsaktivitäten zu simulieren.

– **Eingabe von gegenläufigen Kauf- und Verkaufsaufträgen in denselben Effekten nach gegenseitiger Absprache durch mehrere Marktteilnehmer (Matched Orders).**
Mit diesem Tatbestand werden Gruppen von Marktteilnehmern erfasst, die ihre Käufe und Verkäufe intern ausgleichen, sodass zwar der Eindruck entsteht, dass verschiedenen Marktteilnehmer zu unterschiedlichen Kursen mit den betreffenden Effekten handeln, dieser Handel wirtschaftlich betrachtet aber nur simuliert ist, weil sich Käufer und Verkäufer wirtschaftlich ausgleichen[701]. Ein derartiges Verhalten kann allerdings nur dann vorliegen, wenn die Käufe und Verkäufe innerhalb der betreffenden Gruppe nicht auf wirtschaftlichen Gründen basieren. Wenn innerhalb einer Gruppe von Personen Käufe und Verkäufe stattfinden, weil die eine Person ihre Position ausbauen will, während die andere verkauft[702], so liegen allerdings echte Transaktionen mit wirtschaftlichem Ziel vor, die nicht erfasst werden können.

– **Verengung des Marktes durch den Aufbau von grossen Positionen (Cornering) oder durch Deponierung von Effekten bei Dritten (Parking) mit der Absicht, Effektenpreise zu verzerren.**
Die FINMA möchte auch Handelstaktiken erfassen, bei denen das Angebot durch Käufe von Aktien oder Derivaten[703] so stark verkleinert wird, dass der Preis über eine vernünftige Bewertung des Unternehmens hinaus ansteigt[704]. Zu derartigen Kurssteigerungen kann es vor allem dadurch kommen, wenn bei einem bestimmten Titel eine grosse Zahl von Call-Optionen oder Leerverkäufen offen sind. Kauft ein Marktteilnehmer in einer derartigen Situation eine grosse Anzahl von Aktien, so finden die Personen, die aus Derivaten oder Leerverkäufen verpflichtet sind, zu vernünftigen Preisen keine Effekten mehr, um sich einzudecken, sodass die entsprechenden Deckungskäufe zu massiven Kurssteigerungen führen. Eine derartige Konstellation liegt aber meist im Graubereich zwischen Manipulation und normalem Marktverhalten: Jeder Kauf und vor allem jeder Aufbau einer grösseren Position führt zu einem Kursanstieg und zu einer Verengung des Angebotes. Der Umstand, dass sich Derivativhändler verspekuliert haben und sich daher zu hohen

701 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 5, Rz. 24.

702 Z.B. im Rahmen von Familienaktionären einer kotierten Gesellschaft.

703 Derivate führen typischerweise dazu, dass zur Deckung Aktien hinterlegt werden müssen.

704 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 6, Rz. 25.

Preisen eindecken müssen, kann nicht dazu führen, dass die Käufe, welche Kurssteigerungen auslösen, als Marktmanipulation qualifiziert wird. Daher kann dieser Tatbestand nicht greifen, wenn der Käufer echte wirtschaftliche Gründe für den Positionsaufbau hat, selbst wenn dadurch Leerverkäufer und Derivathändler in Bedrängnis geraten. Eine Manipulation kann nur vorliegen, wenn die betreffende Person gar nicht das Ziel hat, eine Position aufzubauen, sondern nur an der Verengung des Marktes interessiert ist – ein Indiz für ein manipulatorisches Vorgehen könnte allenfalls darin bestehen, dass der Käufer seine Position auf dem Höhepunkt der Nachfrage von Leerverkäufen und Derivathändlern wieder auflöst und seine Aktien und Derivate den Marktteilnehmern verkauft, die Deckungskäufe machen müssen.

– **Kauf oder Verkauf von Effekten kurz vor Börsenschluss mit dem Ziel, die Schlusskurse zu beeinflussen (Marking the Close).**
Diese Taktik wird zum Teil verfolgt, wenn die Schlusskurse für die Bestimmung bestimmter Derivatpreise wesentlich sind. Manchmal wird sie aber auch verfolgt, um den optischen Eindruck hoher Kurse zu erreichen, da in vielen Medien nur die Schlusskurse wiedergegeben. Derartige Praktiken sind relativ leicht zu erkennen. Sie zeichnen sich dadurch aus, dass sich der Schlusskurs immer sehr stark von den Kursen unterscheidet, die während der Börsenzeit notiert werden und die betreffenden Aufträge erst in der Schlussauktion eingegeben werden.

– **Käufe und Verkäufe von Effekten mit dem Ziel, die Preise zu bewegen (Ramping) und auf einem bestimmten Niveau zu halten.**
Die FINMA will sowohl positive wie auch negative Kurspflege als Marktmanipulation erfassen[705], wobei es allerdings immer äusserst schwierig ist, diese Transaktionen von echten Käufen und Verkäufen zu unterscheiden, da die handelnde Person ja tatsächlich eine Position auf- bzw. abbaut. Eine manipulatorische Kurspflege liegt dementsprechend nur vor, wenn die betreffende Transaktion keinen wirtschaftlichen Sinn macht, sondern nur zur Kursbeeinflussung dient. Dies wird manchmal dadurch erkennbar, dass der betreffende Marktteilnehmer seine Positionen immer wieder ausgleicht, wenn sich der Kurs dann tatsächlich in die von ihm gewünschte Richtung bewegt. Eine manipulatorische Kurspflege liegt aber auch vor, wenn eine kotierte Gesellschaft oder ihr nahestehende Personen vor einer Kapitalerhöhung systematisch Käufe tätigen, um den Kurs hochzuhalten. In Anbetracht der Kapitalaufnahme des Unternehmens können vorhergehende Käufe des Unternehmens selbst, nur dazu dienen, die Kurse zu manipulieren, um einen höheren Emissionspreis zu erreichen. Wirtschaftlich betrachtet, macht es ja keinen Sinn, dass ein Unternehmen eine Kapitalerhöhung durchführt, um sein Eigenkapital zu erhöhen, gleichzeitig aber Aktien kauft und so das Eigenkapital selbst wieder reduziert.

[705] Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 6, Rz. 27.

– **Verursachen eines Überhangs an Kauf- oder Verkaufserträgen durch die Erfassung umfangreicher preisbeeinflussender Aufträge im Orderbuch[706].**
Stellt eine Person im Orderbuch der Börse grosse Kaufs- oder Verkaufsaufträge ein, so hat dies Auswirkungen auf die Preisbildung, da die Marktteilnehmer bei der Eingabe ihrer eigenen Kauf- und Verkaufsaufträge auf diese Positionen achten. Die Eingabe von Kaufs- oder Verkaufsaufträgen kann aber nur dann manipulatorischen Charakter haben, wenn die Aufträge nicht zur Ausführung bestimmt sind. Stellt ein Marktteilnehmer dagegen Kaufs- und Verkaufsaufträge um tatsächlich die betreffenden Effekten zu kaufen bzw. zu verkaufen so ist dies Teil der normalen Preisbildung, auch wenn die betreffenden Aufträge im Vergleich zum tatsächlich gehandelten Volumen relativ gross sind. Im Sinne dieser Abgrenzung von echten und manipulatorischen Aufträgen kann eine Manipulation vorliegen, wenn Marktteilnehmer ausserhalb der tatsächlich erzielten Kurse, grosse Aufträge in das Orderbuch der SIX stellen, diese aber widerrufen, sobald sich der Kurs diesen Positionen nähert[707]. Ein derartiges Verhalten zeigt nämlich, dass diese Marktteilnehmer mit ihren Aufträgen nur eine Nachfrage bzw. ein Angebot vortäuschen wollen, tatsächlich aber Käufe bzw. Verkäufe vermeiden (Spoofing).

Die sehr breite und offene Definition des Anwendungsbereiches des Manipulationstatbestandes lässt der FINMA im Einzelfall einen erheblichen Spielraum bei der Definition und Erfassung von manipulatorischen Transaktionen. Die Praxis wird zeigen, in welcher Weise die FINMA ihr Ermessen ausüben wird und wie weit sie dieses Ermessen auch im Kampf gegen politisch unliebsame Marktteilnehmer einsetzen wird.

3.3 Zulässige Handelstätigkeiten

Aufgrund der sehr breiten Definition der manipulatorischen Handelsaktivitäten ist es notwendig, dass gewisse Aktivitäten, die äusserlich den oben erwähnten manipulatorischen Transaktionen ähnlich sind, aber legitime Ziele verfolgen, ausdrücklich erlaubt werden. In diesem Sinne hält die FINMA in ihrem Rundschreiben zu den Marktverhaltensregeln ausdrücklich fest, dass Effektengeschäfte, "*die nachweislich einen wirtschaftlichen Hintergrund aufweisen und einem echten ökonomischen Angebots- und Nachfrageverhalten entsprechen*", nicht als Marktmanipulationen gelten[708]. Kommt es daher zu einer Kursbewegung, weil ein Marktteilnehmer Aktien kauft bzw. verkauft, so kann dies nicht als Marktmanipulation betrachtet werden, selbst wenn sich aufgrund der Enge des Marktes grosse Kursausschläge ergeben.

Im Weiteren werden in der BEHV sowie von der FINMA folgende Transaktionen ausdrücklich vom aufsichtsrechtlichen Manipulationstatbestand ausgenommen:

706 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 6, Rz. 29.

707 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 6, Rz. 30.

708 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 7, Rz. 38.

– **Die Kursstabilisierung nach öffentlichen Effektenplatzierungen (Art. 55e BEHV)**

Art. 55e BEHV nimmt Effektengeschäfte, die bezwecken, den Kurs einer kotierten Effekte zu stabilisieren, vom Manipulationsverbot aus, wenn die betreffenden Effekten neu emittiert worden sind und sich die Stabilisierungsmassnahmen auf die ersten 30 Tage nach der öffentlichen Platzierung beschränken. Diese Stabilisierungsmassnahmen dürfen sich aber nur auf den Emissionspreis beziehen, d.h. es darf nicht versucht werden, bewusst tiefere oder höhere Preise zu erreichen. Auch bei neu ausgegebenen Bezugsrechten ist eine Stabilisierung möglich, wobei der Preis dieser Bezugsrechte aber nur auf dem theoretischen Marktpreis gehalten werden darf, der sich aufgrund der Kursbildung bei der Aktie, auf die sich das Bezugsrecht bezieht, ergibt. Weitere Voraussetzung für die Zulässigkeit derartiger Stabilisierungsmassnahmen ist, dass die Dauer der betreffenden Massnahmen sowie die Effektenhändler, welche sie vornehmen, vor Aufnahme des Handels der betreffenden Effekten veröffentlicht werden. Zusätzlich müssen die betreffenden Transaktionen der Börse gemeldet und von dieser veröffentlicht werden, sodass sich die Marktteilnehmer ein Bild darüber machen können, wie gross die künstliche Nachfrage bzw. das künstliche Angebot war, das zur Stabilisierung der Kurse notwendig war.

Mit diesen einschränkenden Regelungen der Kurspflege wird auch klar, dass jede andere Kurspflege, wie z.B. im Hinblick auf Generalversammlungsbeschlüsse oder vor der Emission von Bezugsrechten, unzulässig ist.

– **Market Making**

Das Market Making, bei dem eine Person gleichzeitig Kauf- und Verkaufspreise mit einer gewissen Spanne setzt, ist zulässig[709]. Da der Sinn dieser Tätigkeit darin liegt, den Marktteilnehmern die Möglichkeit zu Käufen und Verkäufen zu geben und der Market Maker aufgrund der Differenz zwischen seinem Geld und Briefkurs eine Marge verdient, liegt ein wirtschaftlich gerechtfertigtes Vorgehen und keine Marktmanipulation vor. Der Unterschied zu Wash Sales oder dem Stellen manipulatorischer Kauf- und Verkaufsaufträge liegt darin, dass der Market Maker einerseits nicht bewusst eine Marge zwischen Geld- und Briefkurs setzt und andererseits aber auch tatsächlich bereit ist, Aktien zu den angegebenen Kursen zu kaufen bzw. zu verkaufen.

– **Arbitragegeschäfte**

Auch Arbitragegeschäfte, bei denen ein Händler oder Anleger Kursunterschiede an mehreren Börsenplätzen ausnützt, bleiben zulässig[710]. Bei diesen Transaktionen kauft und verkauft ein Effektenhändler zwar gleichzeitig. Es findet aber doch ein echter Handel dar, der zum Preisausgleich zwischen verschiedenen Börsenplätzen

709 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 6, Rz. 32.

710 Vgl. Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln, S. 6, Rz. 33.

führt.

Weder die Börsenverordnung noch die FINMA äussern sich zur Frage, ob High Frequency Trading eine manipulatorische Wirkung hat. Auch wenn Daytrader oder High Frequency Trader ihre Positionen oft innert sehr kurzer Zeit wieder schliessen, sind diese Handelspraktiken m.E. zulässig, da die betreffenden Personen nicht versuchen, die Kurse zu manipulieren, sondern aufgrund der zeitlichen Kursunterschiede einen Gewinn erzielen wollen und dabei selbst auch Risiken eingehen.

3.4 Präventivmassnahmen

Aufgrund der neuen Regelungen müssen Banken, Effektenhändler, institutionelle Anleger, aber auch Privatanleger, die mit hohem Volumen oder hoher Frequenz handeln, Massnahmen ergreifen, um aufsichtsrechtliche oder sogar strafrechtliche Sanktionen im Bereich der manipulatorischen Tätigkeit zu vermeiden. In diesem Sinne müssen "schadensgeneigte Unternehmen", d.h. kotierte Gesellschaften, die selbst mit Aktien handeln, Vermögensverwalter aber Medien, die über kotierte Gesellschaften berichten im Rahmen der normalen Compliance-Bestrebungen, insbesondere folgende vorbeugende Massnahmen treffen:

- Klare Weisungen an Organe und Arbeitnehmer betreffend zulässiger und unzulässiger Handlungspraktiken;

- Ausbildung der betroffenen Personen;

- Überwachungsmassnahmen bei der Handels- und Informationstätigkeit;

Die prudentiell beaufsichtigten Marktteilnehmer (insbesondere Banken, Effektenhändler, Versicherungen und Fondsleitungsgesellschaften) müssen die von der FINMA im Rundschreiben 2013/8 dargestellten organisatorischen Massnahmen treffen, um Marktmanipulationen wirksam zu verhindern[711].

Journalisten und Analysten müssen sich bewusst sein, dass sie Anzeigen durch das Unternehmen oder auch von Anlegern riskieren, wenn sie sich über ein Unternehmen äussern – falls sie Missstände bei einem Unternehmen aufdecken oder negative Prognosen machen, können die davon betroffenen Unternehmen und Personen in einer Gegenreaktion behaupten, dass die betreffenden Journalisten und Analysten den Markt manipulieren würden. Wenn sie dagegen positive Aussagen oder Prognosen machen, werden Investoren, die beim Kauf der betreffenden Effekten wegen einer späteren ungünstigen Kursentwicklung Geld verlieren, behaupten, dass eine manipulatorische Fehlinformation vorlag. Journalisten und Analysten müssen daher immer ihrer Sorgfaltspflicht bei der Abklärung des Sachverhalts nachkommen und ihre Abklärungen auch dokumentieren. Sie sollten zudem bei ihren Analysen und Artikeln immer darauf hinweisen, falls sie

711 Rundschreiben 2013/8 der FINMA betr. Marktverhaltensregeln S. 7, Ziff. 45 ff.

selbst bzw. ihr Arbeitgeber Positionen halten oder im Handel tätig sind, da sonst nicht nur Marktmanipulation sondern sogar Insiderhandel vorliegen kann.

Institutionelle Anleger, andere Anleger mit hohem Anlagevolumen und auch Finanzinstitutionen, die Eigenhandel betreiben, sollten ihre Handelsaktivitäten und –praktiken genau überprüfen, um allfällige rechtsverletzende Transaktionen oder Transaktionen, die sich im Graubereich bewegen, in Zukunft zu vermeiden.

VII. DIE VORBEREITUNG EINER GESELLSCHAFT AUF EINE PUBLIKUMSEMISSION

Ein Unternehmen kann aus verschiedenen Gründen eine Publikumsemission sowie eine Kotierung an der Börse anstreben. Für viele Unternehmen öffnet dieser Schritt die Möglichkeit zur Aufnahme von Eigenkapital am Kapitalmarkt. Bei anderen wiederum soll dieser Schritt den heutigen Aktionären den Verkauf ihrer Aktien am Markt ermöglichen. Ob eine Publikumsemission erfolgreich ist, hängt nicht nur vom Börsenklima im Zeitpunkt der Emission ab, sondern vor allem auch davon, ob das Unternehmen bereit ist, den Kulturwandel zu vollziehen, der beim Übergang von einer privat gehaltenen Gesellschaft zu einer Publikumsgesellschaft notwendig ist[712].

Um die Kotierungsvoraussetzung an der SIX zu erfüllen[713] und die Erwartungen der Anleger zu befriedigen, muss sich eine Gesellschaft, die eine Kotierung anstrebt, sorgfältig auf die Publikumsemission vorbereiten. Dabei sind insbesondere folgende Schritte notwendig:

A. Anpassung von Organisation und Management an die Erfordernisse einer modernen Corporate Governance

- *Vor der Kotierung müssen Governance und Organisationsstruktur dem Code of Best Practice angepasst werden.*

- *Der Verwaltungsrat muss mit Personen besetzt werden, welche die im Code of Best Practice vorgesehene Aufsichtsfunktion überzeugend wahrnehmen können.*

Ein Unternehmen, das die Kotierung sucht, sollte die eigene Organisationsstruktur an die in Ziff. D.1 dargestellten Erfordernisse einer modernen Corporate Governance anpassen und diese Strukturen auch in Statuten und Reglementen verankern. Die Errichtung einer dem Code of Best Practice entsprechenden Corporate Governance ist bei Unternehmen, welche eine Kotierung anstreben, noch wichtiger als bei bereits kotierten Unternehmen, da Anleger bei unbekannten Unternehmen wesentlich stärker auf die Strukturen achten als bei Unternehmen, deren Führung bereits einen längeren positiven Track Record aufweist.

Bei Unternehmen, welche eine Publikumsemission anstreben, ist es aber nicht nur wesentlich, Strukturen zu schaffen, die dem Code of Best Practice entsprechen. Ebenso wichtig ist es, den Verwaltungsrat mit Personen zu besetzen, welche die im Code of Best Practice vorgesehene Aufsichtsfunktion unabhängig von den bisherigen Besitzern

712 Zu diesem Kulturwandel im Einzelnen Ziff. A.3.

713 Dazu im Einzelnen Abschnitt B vorne.

überzeugend wahrnehmen können. Dies führt häufig dazu, dass vor einem IPO der Verwaltungsrat einer Gesellschaft neu besetzt werden muss. Ähnliches gilt auch für die Revisionsstelle; diese muss eine Grösse und ein Standing haben, das im Publikum Vertrauen in eine qualitativ hoch stehende und unabhängige Revisionstätigkeit schafft[714].

[714] In jedem Fall muss es sich aber um ein staatlich beaufsichtigtes Revisionsunternehmen nach den Vorschriften des Revisionsaufsichtsgesetzes handeln (Art. 727b OR).

B. Anpassung der Rechnungslegung an die für eine Kotierung erforderlichen Rechnungsstandards

– *Die Rechnungslegung muss an den von der SIX verlangten Rechnungslegungsstandard angepasst werden. Für eine Kotierung gemäss Main Standard sind dies IFRS und US-GAAP. Für eine Kotierung gemäss Domestic Standard oder dem Standard für Immobiliengesellschaften oder Investmentgesellschaften ist auch FER möglich. Da auch die Vergangenheitszahlen im Prospekt veröffentlich werden müssen (in der Regel drei Jahre), kann eine Umstellung kurz vor der Publikumsemission äusserst schwierig und kostspielig werden. Es empfiehlt sich daher, den Rechnungslegungsstandard schon drei Jahre vor der geplanten Publikumsemission anzupassen.*

1. Die zulässigen Rechnungslegungsstandards

Das Kotierungsreglement der SIX verlangt, dass die Rechnungslegung der gemäss Main Standard kotierten Schweizer Gesellschaften IFRS oder US-GAAP entspricht[715]. Wird eine Gesellschaft gemäss Domestic Standard oder dem Standard für Immobilien- bzw. Investmentgesellschaften kotiert, so ist es auch möglich, Swiss GAAP FER als Rechnungslegungsstandard zu verwenden. Auch bei Gesellschaften, die gemäss dem Standard für Investment- und Immobiliengesellschaften kotiert werden und deshalb ihr Rechnungswesen grundsätzlich auf FER abstützen können, empfiehlt sich aber eine Umstellung auf IFRS bzw. US-GAAP, da diese Rechnungslegungsstandards bei internationalen Investoren bekannt sind und der Emission diesen wichtigen Interessentenkreis eröffnen. Daher empfiehlt sich die Unterstellung unter einen internationalen Standard, wenn sich eine Emission sich nicht primär an schweizerische Anleger wendet.

2. Die Umstellung des Rechnungswesens

Die Umstellung eines Rechnungswesens, das nur den Minimalbestimmungen des Obligationenrechts entspricht, auf den für die Kotierung notwendigen Rechnungslegungsstandard ist mit einem relativ grossen Aufwand verbunden[716], da nicht nur die Rechnungslegung für das laufende Jahr umgestellt werden muss, sondern auch ein Restatement für diejenigen Jahre gemacht werden muss, die im Emissionsprospekt dargestellt werden müssen[717]. Aufgrund dieses relativ grossen Umstellungsaufwandes empfiehlt es sich, schon frühzeitig, d.h. wesentlich vor der eigentlichen Kotierungsvorbereitung, das Rechnungswesen auf den erforderlichen Rechnungslegungsstandard umzustellen. Normalerweise wird daher eine Gesellschaft ihre Rechnungsstellung bereits dann auf IFRS bzw. US-GAAP umstellen, wenn die Aktionäre die Publikumsemission als möglichen Exit ins Auge fassen.

---

715 Dazu vorne Ziff. B.1.

716 Dies gilt auch – allerdings im verminderten Mass – für eine Umstellung von Vergangenheitszahlen von FER auf IFRS.

717 Für die Kotierung im Hauptsegment müssen im Normalfall drei Jahre dargestellt werden.

C. Die Anpassung der Kapitalstruktur

Die Kapitalstruktur einer Gesellschaft muss vor ihrer Kotierung den Erfordernissen des Kapitalmarktes angepasst werden:

- *Die Aktien sollten so gestückelt werden, dass sich in Anbetracht des Unternehmenswertes und der Höhe des Nominalkapitals der bei Emissionen heute übliche Preis von CHF 50 bis 150 pro Aktie ergibt; aufgrund der steuerlichen Vorteile sollte, wenn möglich, ein relativ hoher Nominalwert vorgesehen werden;*

- *Bezüglich des Stimmrechtes erwarten die Anleger heute, dass das Prinzip "One Share One Vote" verwirklicht wird. Auf Strukturen, die über Stimmrechtsaktien und Partizipationsscheine die bisherigen Hauptaktionäre bevorzugen, sollte deshalb verzichtet werden;*

- *Die Gesellschaft kann bedingtes und genehmigtes Kapital vorsehen. Das bedingte Kapital dient zur Sicherung von Wandel- und Optionsanleihen bzw. von Mitarbeiteroptionen. Das genehmigte Kapital erlaubt dem Verwaltungsrat dagegen, ohne Generalversammlungsbeschluss eine Kapitalerhöhung durchzuführen. Ein hohes bedingtes bzw. genehmigtes Kapital wirkt aber für die Anleger abschreckend, da durch die entsprechenden Kapitalerhöhungen eine Verwässerung ihrer Beteiligung droht. Es empfiehlt sich daher, im Normalfall das bedingte Kapital auf die unmittelbaren Bedürfnisse eines vernünftig ausgestalteten Optionsplanes zu beschränken und genehmigtes Kapital nur vorzusehen, wenn die zukünftige Verwendung gut begründet werden kann.*

Vor der Emission muss die Kapitalstruktur den Erfordernissen einer Publikumsgesellschaft angepasst werden.

1. Höhe des Kapitals und Stückelung der Aktien

Bei Publikumsemissionen liegt der Emissionspreis heute üblicherweise bei CHF 50 bis 150 pro Aktie. Um einen derartigen Preis zu erreichen, müssen die Aktien vor der Emission so gestückelt werden, dass sich in Anbetracht der Bewertung der Gesellschaft im Verhältnis zu ihrem Aktienkapital ein derartiger Aktienkurs ergibt. Da sich der Mindestnennwert pro Aktie heute gemäss Art. 622 OR nur noch auf CHF 0.01 beläuft, kann durch den Split der bestehenden Aktien normalerweise auch dann der angestrebte Emissionspreis erreicht werden, wenn das Aktienkapital im Verhältnis zur Bewertung der Gesellschaft sehr tief ist.

Bei der Strukturierung des Aktienkapitals ist zu beachten, dass ein hoher Nennwert für Investoren positiv ist, da dieser die steuerfreie Ausschüttung zukünftiger Gewinne durch Kapitalrückzahlung ermöglicht[718]. Der Wert dieses Steuervorteils beläuft sich in Anbe-

[718] Aufgrund von Art. 20 Abs. 3 DBG, Art. 5 Abs. 1bis VStG und Art. 7b StHG die per 1.1.2011 in Kraft treten kann neu auch das Agio, das nach dem 31. Dezember 1996 einbezahlt worden ist, steuerfrei ausgeschüttet werden. Damit hat ab 2011 der Nominalwert weniger Bedeutung – auch das bei der Publikumsemission vereinnahmte Agio kann steuerfrei

Fortzsetzung auf nächster Seite

tracht der durchschnittlichen Steuerbelastung der Anleger auf rund 30% des Nennwertes. Aufgrund dieser Sachlage empfiehlt es sich, bei der Strukturierung des Kapitals tendenziell ein hohes Nominalkapital anzustreben, was meist bedingt, dass die bisherigen Aktionäre vor der Publikumsemission eine Kapitalerhöhung durchführen. Eine derartige Kapitalerhöhung kann mit einem Bridge Loan finanziert werden, den die betreffenden Aktionäre dann aus dem Verkaufserlös der Publikumsemission zurückbezahlen. Damit kann meist ohne grössere Probleme ein Aktienkapital erreicht werden, das die oben dargestellten Steuervorteile ermöglicht[719].

2. Einheitsaktien, Stimmrechtsaktien, Vorzugsaktien und Partizipationsscheine

Im Zusammenhang mit der Kapitalstruktur stellt sich aber nicht nur die Frage der Höhe des Kapitals und der Stückelung der Aktien, sondern auch, wie die Aktien ausgestaltet werden. Grundsätzlich stehen der Gesellschaft für die Emission verschiedene Möglichkeiten zur Verfügung:

2.1 Einheitsaktien

Bei dieser Gestaltung des Kapitals weisen alle Aktien die gleichen Vermögens- und Stimmrechte auf und bilden entsprechend eine einzige Klasse. Diese Struktur steht heute für Publikumsemissionen im Vordergrund, da sie dem Publikumsaktionär die gleichen Rechte verleiht wie den bisherigen Aktionären und auch zu einer höheren Liquidität des Titels führt, da nach der Kotierung sämtliche Aktien gehandelt werden können.

Da auch die meisten bereits kotierten Gesellschaften heute eine derartige Struktur verwirklicht haben oder wenigstens anstreben und die weiter unten dargestellten Strukturen mit Stimmrechtsaktien und Partizipationsscheinen bei den Anlegern nicht beliebt sind, gehen heute viele Investmentbanken davon aus, dass im Normalfall eine Publikumsemission nur noch mit Einheitsaktien möglich ist.

2.2 Stimmrechtsaktien

Gemäss Art. 693 OR ist es möglich, einerseits in den Statuten vorzusehen, dass alle Aktien, unabhängig von ihrem Nennwert, über das gleiche Stimmrecht verfügen, andererseits aber Aktienkategorien mit unterschiedlichem Nennwert zu schaffen. Dies führt dazu, dass die Aktien mit dem geringeren Nennwert (Stimmrechtsaktien) im Vergleich zum Kapitaleinsatz des Aktionärs und seinen Vermögensrechten ein stärkeres Stimmrecht aufweisen als die Aktien mit hohem Nennwert (Stammaktien)[720]. Bis in die 80er Jahre wurden Publikumsemissionen häufig so strukturiert, dass dem Publikum Stamm-

---

zurückgeschüttet werden, was einer Gesellschaft, die relativ viel neues Kapital aufnimmt, ermöglicht, während längerer Zeit steuerfreie Ausschüttungen zu machen.

719 Die Finanzierung einer Kapitalerhöhung mit einem Bridge Loan und der sofortige Weiterverkauf der Aktien können allerdings selber auch zu Steuerproblemen für die betreffenden Aktionäre führen, weshalb zu diesem Punkt vorgängig ein Steuer Ruling einzuholen ist.

720 Die Vermögensrechte, wie insbesondere das Recht auf Dividende und Liquidationsausschüttung, richten sich aber immer nach dem Nennwert. Gemäss Art. 693 OR müssen die Stimmrechtsaktien als Namenaktien ausgestaltet sein und einen Nennwert aufweisen, der sich auf mindestens 10% des Nennwertes der Stammaktien beläuft.

aktien mit hohem Nennwert angeboten wurden, während die bisherigen Eigentümer Stimmrechtsaktien behielten, die zwar nicht kotiert wurden, ihnen aber die Möglichkeit gaben, die Gesellschaft auch mit einem relativ geringen Kapitaleinsatz zu beherrschen. Diese Strukturen, die sich heute noch bei einigen kotierten Gesellschaften finden, sind bei den Anlegern wegen der unterschiedlichen Stimmrechte und der eingeschränkten Liquidität der einzelnen Titelkategorien nicht beliebt. Deshalb ist davon auszugehen, dass heute eine Publikumsemission mit einer derartigen Struktur nur noch in Ausnahmefällen möglich ist und dass sie in jedem Fall zu einer tieferen Bewertung der Aktien führt.

2.3 Partizipationsscheine

Grundsätzlich wäre es in einer Publikumsemission auch möglich, statt Aktien Partizipationsscheine auszugeben. Diese Titel haben gemäss Art. 656c OR die gleichen Vermögensrechte wie Aktien, weisen aber kein Stimmrecht auf[721]. Wird die Publikumsemission auf Partizipationsscheine beschränkt, so führt dies – ähnlich wie die Verwendung von Stimmrechtsaktien – dazu, dass die bisherigen Eigentümer mit einem prozentual geringeren Kapitalanteil die Stimmenmehrheit behalten können. Während es in den 70er und 80er Jahren tatsächlich noch der Usanz entsprach, derartige Titel auszugeben, um die Publikumsaktionäre nur an den Vermögensrechten, aber nicht am Stimmrecht zu beteiligen, dürfte es heute unmöglich sein, Partizipationsscheine in einer Publikumsemission zu platzieren. Diese Titel sind zurzeit bei den Anlegern äusserst unbeliebt und werden heute auch von den Gesellschaften in Aktien umgewandelt, die früher einmal Partizipationsscheine ausgegeben haben.

3. Vorzugsaktien

Gemäss Art. 654 OR können Aktien mit vermögensrechtlichen Vorrechten ausgestattet werden, wie beispielsweise einem Vorrecht auf Dividendenauszahlung oder Vorrechten bezüglich des Liquidationserlöses. Gerade in Deutschland ist es üblich, dass bei Publikumsemissionen dem Publikum derartige Vorzugsaktien abgegeben werden, während die bisherigen Aktionäre die Stammaktien behalten, um so die Publikumsemission für die Anleger attraktiv zu gestalten[722]. In der Schweiz ist die Emission von Vorzugsaktien dagegen unüblich[723], da diese Titelkategorie bei den Anlegern häufig den Eindruck einer Sanierung erweckt[724]. Grundsätzlich wäre es aber je nach Konstellation der Gesellschaft zu überlegen, ob eine Publikumsgesellschaft die Attraktivität der Emission nicht dadurch erhöhen könnte, indem den Publikumsaktionären Vorzugsaktien ausgegeben werden, welche sie bezüglich Ausschüttung und Dividenden gegenüber den bisherigen

---

721 Gemäss Art. 656b OR darf sich das Partizipationsscheinkapital allerdings höchstens auf 200% des Aktienkapitals belaufen.

722 Bei derartigen Strukturen haben die Stammaktien in Deutschland meistens aber Vorteile bezüglich des Stimmrechts.

723 Meines Wissens wurden seit mindestens 30 Jahren keine Vorzugsaktien mehr ausgegeben.

724 Tatsächlich wurden derartige Titel in der Vergangenheit meistens im Zusammenhang mit Sanierungen ausgegeben, um den neuen Aktionären, die im Rahmen der Sanierung Geld in eine Gesellschaft einbringen, Vorrechte gegenüber den bisherigen Aktionären zu gewähren.

Aktionären privilegieren. Obwohl damit die vermögensrechtliche Position der Publikumsaktionäre verbessert wird, hätte eine derartige Struktur aber den grossen Nachteil, dass die Aktien der bisherigen Aktionäre nicht handelbar wären, was einem der Grundziele von Publikumsemissionen – nämlich den bisherigen Aktionären einen Ausstieg durch Verkauf über die Börse zu ermöglichen – widerspricht und wegen der Aufsplittung der Titelkategorien auch zu einer tieferen Liquidität der Titel führt.

Obwohl das schweizerische Aktienrecht sehr viele Möglichkeiten für die Gestaltung des Aktienkapitals offen lässt, zeigt die Analyse dieser Möglichkeiten, dass es für alle Beteiligten bei einer Publikumsgesellschaft am günstigsten ist, Einheitsaktien zu schaffen; diese sind für die Publikumsaktionäre im Vergleich zu den oben dargestellten Alternativen am attraktivsten, da sie ihnen die gleichen Rechte gewähren wie den bisherigen Aktionären. Überdies ermöglicht die Konzentration des Kapitals auf eine einzige Klasse von Aktien auch eine grössere Marktliquidität als die Aufteilung des Kapitals auf verschiedene Aktienkategorien. Eine Struktur mit Einheitsaktien ist aber auch für die bisherigen Aktionäre häufig vorteilhafter als die oben dargestellten Alternativen, da sie bei den Einheitsaktien ihre eigenen Aktien ebenfalls im Markt verkaufen können. Auch sind bei der Emission von Einheitsaktien höhere Kurse zu erwarten als bei einer Stimmrechtsaktienstruktur oder sogar der Emission von Partizipationsscheinen. Damit senkt die Verwendung von Einheitsaktien die Kapitalkosten für die Gesellschaft.

4. Genehmigtes und bedingtes Kapital

Vor einer Publikumsemission kann eine Gesellschaft mit der Schaffung von bedingtem und genehmigtem Kapital bereits Raum für eine weitere Eigenkapitalaufnahme schaffen:

4.1 Bedingtes Kapital

Gemäss Art. 653 OR kann das bedingte Kapital dazu verwendet werden, um die mit Wandel- und Optionsanleihen verbundenen Wandel- und Optionsrechte sicherzustellen und um den Arbeitnehmern im Rahmen von Beteiligungsprogrammen Optionen zu gewähren. Zusätzlich können in der Praxis auf der Basis von bedingtem Kapital auch den Aktionären Optionen ausgegeben werden[725], was es erlaubt, auf dieser Basis auch eine Kapitalerhöhung zugunsten der Aktionäre durchzuführen.

Gemäss Art. 653a OR kann sich das bedingte Kapital auf maximal 50% des einbezahlten Aktienkapitals belaufen. Ein zu hohes bedingtes Kapital, das diese Grenze ausnützt, wirkt allerdings für die Anleger abschreckend, da ihnen eine starke Verwässerung droht, wenn das betreffende bedingte Kapital tatsächlich zur Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen bzw. für Mitarbeiteroptionen oder Aktionärsoptionen verwendet wird. In diesem Sinne sollte ein bedingtes Kapital relativ klein ausgestaltet werden und auf die realistischen Bedürfnisse des Mitarbeiteroptionsprogramms zugeschnitten sein. Ein der-

725 "Aktionärsoptionen".

artiges bedingtes Kapital wird von den Anlegern positiv wahrgenommen, da sie im Allgemeinen gerade bei Wachstumsgesellschaften die Motivationseffekte, die von einem guten Optionsprogramm ausgehen, schätzen. Ein bedingtes Kapital, das über diese Bedürfnisse hinausgeht, hat dagegen negative Auswirkung auf den Emissionserfolg.

4.2 Genehmigtes Kapital

Gemäss Art. 651 OR kann der Verwaltungsrat in den Statuten ermächtigt werden, das Aktienkapital innert einer Frist von längstens zwei Jahren um einen bestimmten Betrag zu erhöhen. Damit kann sich der Verwaltungsrat bezüglich der Aufnahme von Eigenkapital erhebliche Flexibilität schaffen, die er beispielsweise dazu ausnützen kann, um eine Akquisition einer anderen Gesellschaft rasch durchzuführen oder um eine günstige Kapitalmarktsituation durch eine entsprechende Emission auszunützen. Diese Möglichkeit ist gerade für eine Gesellschaft, die sich in einer Wachstumsphase befindet oder Akquisitionspläne hat, sehr positiv, da mit dem genehmigten Kapital derartige Pläne rasch umgesetzt werden können.

Gemäss Art. 651 Abs. 2 OR darf sich das genehmigte Kapital auf höchstens 50% des ausgegebenen Aktienkapitals belaufen. Diese Grenze sollte aber vor einer Publikumsemission nicht ausgenützt werden, da ein hohes genehmigtes Kapital genau wie ein zu hohes bedingtes Kapital bei den Anlegern zu Unsicherheiten über die zukünftige Verwässerung durch zusätzliche Emissionen führen kann. In diesem Sinne sollte vor einer Publikumsemission höchstens ein relativ kleines genehmigtes Kapital geschaffen werden, wobei bereits im Emissionsprospekt festgehalten werden sollte, zu welchen Zwecken (insbesondere Finanzierung von Akquisitionen) dieses genehmigte Kapital verwendet werden kann. In der Statutenbestimmung, mit der das genehmigte Kapital geschaffen wird, sollte auch festgehalten werden, dass den Aktionären ein Bezugsrecht zukommt, um von Anfang an klarzustellen, dass das Unternehmen nicht das Ziel hat, Dritte mit einer günstigen Kapitalerhöhung zum Nachteil der neuen Publikumsaktionäre zu bevorteilen.

D. Die Anpassung der Statuten

Die Statuten einer Gesellschaft müssen vor der Kotierung den Erfordernissen einer Publikumsgesellschaft angepasst werden:

- *Die Statuten müssen inhaltlich und sprachlich dem Standard von kotierten Gesellschaften angepasst werden, wobei insbesondere die Bestimmungen über die Übertragung von Aktien den Erfordernissen des Börsenhandels angepasst werden müssen und die Bestimmung über Führung und Aufsicht einer modernen Corporate Governance entsprechend sollten;*

- *Die Gesellschaft muss sich entscheiden, ob sie durch die Aufnahme einer Opting-out oder Opting-up Klausel die Bestimmungen des Börsengesetzes über Pflichtangebote (Zwang zum öffentlichen Angebot, wenn eine Person mehr als 1/3 der Aktien erwirbt) aufheben oder diese Grenze auf 49% anheben soll. Weder ein Opting-out noch ein Opting-up ist bei einer Publikumsemission allerdings sinnvoll, da sich derartige Bestimmungen negativ auf den Emissionspreis auswirken können;*

- *Bei der Publikumsemission muss eine Gesellschaft auch entscheiden, ob sie ein Abwehrdispositiv in die Statuten aufnehmen will (Vinkulierung der Aktien; Stimmrechtsbeschränkung; qualifizierte Mehrheiten für GV-Beschlüsse, die einen Kontrollwechsel bewirken können).*

Vor der Publikumsemission müssen auch die Statuten den Erfordernissen einer Publikumsgesellschaft angepasst werden. Dabei sind insbesondere folgende Anpassungen notwendig:

1. Generelle Anpassung an den Standard von Publikumsgesellschaften

Vor der Kotierung sollte eine Gesellschaft ihre Statuten kritisch überprüfen und alle Bestandteile entfernen, die sprachlich oder inhaltlich nicht dem normalen Standard von Publikumsgesellschaften entsprechen; überdies müssen die Bestimmungen über die Übertragung von Aktien den Erfordernissen des Bucheffektengesetzes und des Börsenhandels bzw. des SIS-Systems angepasst werden.

Auch die Bestimmungen der Statuten über Führungsstruktur und Verwaltungsrat müssen angepasst werden, sofern die in den Statuten vorgesehene Führungsstruktur nicht den Vorstellungen einer modernen Corporate Governance entspricht.

2. Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote, Opting-out / Opting-up

Gemäss Art. 32 BEHG haben Personen, die direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Aktien einer kotierten Gesellschaft erwerben und damit einen Anteil von über 33 1/3% der Stimmrechte der betreffenden Gesellschaft erreichen, die Pflicht,

allen Aktionären ein Kaufangebot zu unterbreiten[726]. Der Preis des Angebots muss dabei mindestens dem Börsenkurs im Zeitpunkt des Angebotes entsprechen und darf maximal 25% unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den zwölf vorangehenden Monaten für Aktien der betreffenden Gesellschaft bezahlt hat. Diese Bestimmung führt zu einer Beschränkung der Kontrollprämie, welche die Hauptaktionäre einer kotierten Gesellschaft beim Verkauf ihrer Beteiligung von einem Käufer fordern können, und ermöglicht den Publikumsaktionären, von einer Übernahme durch einen Dritten ebenfalls zu profitieren.

Die Konsequenzen der Bestimmungen über Pflichtangebote können vermieden werden, wenn vor der Kotierung eine Statutenbestimmung eingefügt wird, die im Sinne von Art. 22 Abs. 2 BEHG vorsieht, dass ein Übernehmer nicht zu einem öffentlichen Kaufangebot gemäss Art. 32 BEHG verpflichtet ist ("Opting-out"). Alternativ kann gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG auch der Grenzwert für ein Pflichtangebot durch eine entsprechende Bestimmung in den Statuten von 33 1/3% bis auf 49% angehoben werden, was den ursprünglichen Aktionären immerhin den Verkauf grösserer Minderheitsbeteiligungen erlaubt.

Das "Opting-out" bzw. "Opting-up" ermöglicht den Hauptaktionären einer kotierten Gesellschaft, bei einer späteren Übernahme durch einen Dritten eine höhere Kontrollprämie einzunehmen und kann daher für diese Aktionäre zu einem finanziellen Vorteil führen. Gerade deshalb ist es normalerweise aber nicht ratsam, derartige Bestimmungen vor der Kotierung in die Statuten einzufügen, da sie die Bewertung der Aktien durch die Anleger negativ beeinflussen; letztlich wird durch eine derartige Bestimmung den Anlegern signalisiert, dass sich die Hauptaktionäre das Recht vorbehalten, die Mehrheit an der Gesellschaft mit einer Kontrollprämie an einen unbekannten Dritten zu verkaufen, ohne dass die Publikumsaktionäre bei einem derartigen Verkauf berücksichtigt werden. Ein derartiges Signal muss praktisch zwangsläufig zu einer tieferen Bewertung und zum Teil sogar zu einem generellen Misstrauen der von der Emission angesprochenen Anleger führen.

3. Bestimmungen zur Abwehr von feindlichen Übernahmen

Bei der Erstellung bzw. Überarbeitung der Statuten muss auch überlegt werden, inwieweit bereits Schutzbestimmungen gegen feindliche Übernahmeangebote Dritter vorgesehen werden[727]. Mögliche Schutzbestimmungen sind[728]:

---

726 Vgl. dazu im Einzelnen Walder Wyss Broschüre "Beteiligungserwerb bei kotierten Gesellschaften – Regeln über öffentliche Übernahmeangebote und die Meldepflicht".

727 Diese Frage stellt sich vor allem, wenn die bisherigen Aktionäre bei der Publikumsemission die Mehrheit abgeben.

728 Vgl. dazu im Einzelnen die Walder Wyss Publikation "Beteiligungserwerb bei kotierten Gesellschaften – Regeln über öffentliche Übernahmeangebote und die Meldepflicht".

3.1 Vinkulierung

Bei Namenaktien kann eine Aktiengesellschaft gemäss Art. 685a ff. OR in ihren Statuten vorsehen, dass diese nur mit der Zustimmung des Verwaltungsrats übertragen werden können, was als "Vinkulierung" bezeichnet wird. Mit einer derartigen Eintragungsbeschränkung kann der Verwaltungsrat verhindern, dass nach der Publikumsemission ein Dritter die Kontrolle über das Unternehmen übernimmt.

Während die Statuten einer nicht kotierten Gesellschaft relativ weitgehende Gründe für eine Verweigerung der Übertragung vorsehen können[729] und die Verweigerung der Zustimmung durch den Verwaltungsrat auch dazu führt, dass der Käufer überhaupt keine Rechte aus den betreffenden Aktien erwirbt, werden die Verweigerungsgründe bei kotierten Gesellschaften durch die gesetzlichen Bestimmungen stark eingeschränkt und haben auch weniger weitreichende Konsequenzen.

Gemäss Art. 685d OR können die Statuten einer kotierten Gesellschaft vorsehen, dass ein Aktionär (bzw. eine Gruppe von untereinander verbundenen Aktionären) bei Namenaktien maximal für einen bestimmten Prozentsatz des Kapitals mit vollem Stimmrecht in das Aktienbuch der Gesellschaft eingetragen wird. Soweit der Aktienbesitz eines Aktionärs bzw. einer Aktionärsgruppe über diesen Prozentsatz hinausgeht, führt die Zustimmungsverweigerung des Verwaltungsrats – anders als bei einer nicht kotierten Gesellschaft – aber nicht dazu, dass die Übertragung der Aktien verhindert wird, sondern nur dazu, dass der betreffende Erwerber als Aktionär ohne Stimmrecht im Aktienbuch der Gesellschaft eingetragen wird, womit er alle Vermögensrechte eines Aktionärs[730], aber kein Stimmrecht erhält[731].

Die meisten Publikumsgesellschaften, die eine Vinkulierung vorsehen, haben in ihren Statuten eine Eintragungsgrenze von zwei bis sieben Prozent pro Aktionär festgelegt. Weitere Gründe zur Verweigerung der Aktienübertragung, wie sie bei privat gehaltenen Gesellschaften noch vorgesehen werden können, sind dagegen bei kotierten Gesellschaften nicht zulässig.

Eine derartige Vinkulierung ist für die Abwehr von Übernahmeversuchen sehr wirkungsvoll und kann die Stimmkraft der bisherigen Eigentümer massiv stärken, da diese unabhängig von der prozentualen Eintragungslimite für ihren vollständigen Aktienbesitz

---

729 Gemäss Art. 685b OR kann der Verwaltungsrat einer nicht kotierten Gesellschaft die Zustimmung zu einer Übertragung verweigern, wenn die Gesellschaft dem Veräusserer anbietet, die Aktien für eigene Rechnung, für Rechnung anderer Aktionäre oder für Rechnung Dritter zum wirklichen Wert zu übernehmen (der wirkliche Wert wird gegebenenfalls in einem Gerichtsverfahren bestimmt), oder wenn in den Statuten umschriebene wichtige Gründe gegen eine Übertragung sprechen. Als wichtige Gründe gelten gemäss Art. 685b Abs. 2 OR Bestimmungen über die Zusammensetzung des Aktionärskreises, die im Hinblick auf den Gesellschaftszweck oder die wirtschaftliche Selbständigkeit des Unternehmens die Verweigerung rechtfertigen können, womit ein relativ breiter Rahmen zur Formulierung entsprechender Ablehnungsgründe besteht.

730 So insbesondere das Recht auf Dividende, Liquidationserlös und Bezugsrechte.

731 Der bisherige Aktionär verliert aber dennoch mit der Übertragung das Stimmrecht, so dass die Gesamtzahl der Stimmrechte, die an der Generalversammlung ausgeübt werden können, sinkt.

als stimmberechtigte Aktionäre eingetragen werden können, weil sie die betreffenden Aktien bereits vor der Einführung der Vinkulierung hielten ("Grandfathering").

3.2 Stimmrechtsbeschränkung

Gemäss Art. 692 Abs. 2 OR kann in den Statuten vorgesehen werden, dass ein Aktionär bzw. eine Gruppe von Aktionären in der Generalversammlung höchstens einen bestimmten Prozentsatz von Aktien zur Abstimmung bringen können. Da im Sinne eines "Grandfathering" die bereits bei der Einführung der Stimmrechtsbegrenzung im Aktienregister eingetragenen Aktionäre von dieser Beschränkung ausgenommen sind, können die bisherigen Aktionäre nach der Publikumsemission die Generalversammlung auch mit einem relativ geringen Aktienpaket weiterhin beherrschen. Damit ergibt auch eine derartige Bestimmung einen sehr guten Schutz vor feindlichen Übernahmen.

3.3 Qualifizierte Mehrheiten für Generalversammlungsbeschlüsse, die einen Kontrollwechsel bewirken können

In den Statuten kann vorgesehen werden, dass bestimmte Generalversammlungsbeschlüsse, die einen Kontrollwechsel herbeiführen können, wie insbesondere die Aufhebung von Statutenbestimmungen über Vinkulierung und Stimmrechtsbeschränkung oder die Umwandlung von Namen- in Inhaberaktien oder auch die Abberufung mehrerer Verwaltungsräten, nur mit einer qualifizierten Mehrheit möglich sind. Wenn z.B. vorgesehen wird, dass für derartige Beschlüsse eine Mehrheit von 3/4 der an der betreffenden Generalversammlung vertretenen Stimmen notwendig ist, so ergibt dies – gerade zusammen mit der oben dargestellten Stimmrechtsbeschränkung – einen wirkungsvollen Schutz vor feindlichen Übernahmen, bei denen versucht wird, die Schutzbestimmungen aufzuheben[732].

Abwehrdispositive, die sich aus den oben dargestellten Bestimmungen zusammensetzen, entsprechen letztlich nicht den heutigen Tendenzen des Kapitalmarktes, da sie dem Prinzip "One Share – One Vote" widersprechen und verhindern, dass sich die kapitalmässige Beherrschung eines Unternehmens auch stimmenmässig niederschlägt. Daher muss der Wunsch nach einem Schutz vor feindlichen Übernahmeangeboten letztlich immer gegen die Optimierung des Emissionserfolges abgewogen werden.

---

[732] Noch stärker ist natürlich der Schutz, wenn das Mehrheitserfordernis nicht auf die an der Generalversammlung vertretenen Stimmen, sondern auf die Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien abstellt; erfahrungsgemäss ist es in diesen Situationen praktisch unmöglich, die notwendige Mehrheit zu erreichen.

E. Einbindung der Aktionäre in den IPO

- *Die Aktionäre müssen sich bei der Publikumsemission entscheiden, ob sie Aktien verkaufen möchten (Secondary Placement), oder ob sie diese behalten wollen;*
- *Behalten die Aktionäre ihre Aktien, so wird von ihnen erwartet, dass sie sich einer Lock-up Vereinbarung unterziehen und ihre Aktien während 6 bis 18 Monaten nicht verkaufen;*
- *Aktionäre müssen sich auch überlegen, ob sie vor der Emission eine Gruppe bilden wollen – die Bildung einer Gruppe nach der Emission kann zur Angebotspflicht gemäss Art. 32 BEHG führen.*

Bei einer Transaktion, die primär von der betreffenden Gesellschaft selbst und ihren Organen getragen und gestaltet wird, sind häufig die Aktionäre der betreffenden Gesellschaft die treibende Kraft, die hinter dem Entschluss, einen IPO durchzuführen steht. Sie erhalten durch die Kotierung die Möglichkeit zum Aktienverkauf und können dadurch oft mit hohen Kapitalgewinnen rechnen.

1.1 Primär- oder Sekundärplatzierungen

Die Gesellschaftsorgane und die Aktionäre müssen sich die Frage stellen, ob der angestrebte IPO primär der Kapitalbeschaffung für die Gesellschaft dienen, oder nur eine Handelsmöglichkeit für die Aktionäre schaffen soll.

Wenn der IPO primär der Kapitalbeschaffung dienen soll (Primärplatzierung), wird er mit einer Kapitalerhöhung verbunden. Die neu geschaffenen Aktien werden dann beim Publikum platziert[733].

Steht die Schaffung der Handelsmöglichkeit im Vordergrund, so können die Aktien der bestehenden Aktionäre platziert werden (Sekundärplatzierung). Dabei müssen die bestehenden Aktionäre darüber entscheiden, welcher Teil der ihnen gehörenden Aktien sie platzieren wollen und welchen Teil sie behalten möchten. Da eine Aktienplatzierung nur erfolgreich durchgeführt werden kann, wenn die Marktteilnehmer davon ausgehen, dass der Börsenpreis nach der Kotierung über dem Emissionspreis liegt, müssen die bestehenden Aktionäre ihre Aktien in dieser Platzierung mit einem gewissen Discount gegenüber der erwarteten Börsenbewertung abgeben, was zur einer mehr oder weniger grossen Einbusse führen kann[734].

Obwohl dieser Discount vermieden werden kann, wenn die Aktien nicht bereits im IPO, sondern später verkauft werden, hat die Sekundärplatzierung für die verkaufenden Aktionäre aber auch erhebliche Vorteile. Einerseits sind sie nicht mehr dem Kursverände-

---

733 Vgl. Art. 8 Richtlinie Track Record, der eine Primärplatzierung von mindestens 50% der gesamthaft platzierten Beteiligungspapiere bei der Kotierung von "jungen Unternehmen" vorsieht.

734 Wie gross der Discount tatsächlich ist, zeigt sich natürlich erst nach Aufnahme des Handels. Je nach Börsenstimmung liegen die ersten Börsenkurse nahe beim Emissionskurs, manchmal aber auch wesentlich darüber.

rungsrisiko nach dem IPO ausgesetzt[735]. Anderseits haben Aktionäre, die im Secondary Offering verkaufen auch nicht das Problem, dass die Verkäufe ihrer Positionen den Markt negativ beeinflussen und so selbst wieder zu tieferen Kursen führen.

Selbstverständlich könnten Primär- und Sekundärplatzierungen auch verbunden werden, d.h. es ist möglich, dass ein Teil der Aktien, der beim Publikum platziert wird, aus einer Kapitalerhöhung stammt, während der Rest aus den Beständen bestehender Aktionäre abgegeben wird. Damit kann dem Bedürfnis des Unternehmens nach neuem Kapital und gleichzeitig auch dem Bedürfnis der Aktionäre, Aktien zu verkaufen und einen Gewinn zu realisieren, gleichzeitig Rechnung getragen werden.

2. Lock-up Vereinbarungen

Bei einem IPO erwarten die Marktteilnehmer, dass die Aktionäre, welche ihre Aktien behalten, eine Lock-up Vereinbarung eingehen, d.h. sich verpflichten, ihre Aktien während einer bestimmten Zeit nicht zu verkaufen. Damit wird vermieden, dass nach der Platzierung unmittelbar ein Verkaufsdruck durch die Abgabe grosser Positionen entsteht. Usanzgemäss beläuft sich die Lock-up Periode auf sechs bis achtzehn Monate[736].

Lock-up Vereinbarungen und ihre Dauer müssen im Prospekt publiziert werden. Zusätzlich müssen die dem Lock-up unterstehenden Personen als Gruppe im Sinne von Art. 20 BEHG unmittelbar nach der Kotierung eine Bestandesmeldung machen.

3. Gruppenbildung unter den bestehenden Aktionären

Die bestehenden Aktionäre sollten sich vor der Emission überlegen, ob sie einen Aktionärbindungsvertrag abschliessen wollen, der eine Stimmbindung vorsieht. Dies kann gerade dann sinnvoll sein, wenn eine Familiengesellschaft an der Börse kotiert wird, die Familienmitglieder aber die Beherrschung behalten wollen. Derartige Konsortien müssen immer dann vor der Kotierung gebildet werden, wenn sie einen Anteil von mehr als 33 1/3% halten – würde ein derartiges Konsortium nachträglich gebildet, so würde es als Gruppe gemäss Art. 32 BEHG der Übernahmepflicht unterliegen, d.h. müsste unmittelbar nach seiner Bildung ein öffentliches Angebot machen, was nicht dem Zweck der Gruppenbildung entspricht. Dieses Resultat kann dadurch vermieden werden, dass in die Statuten ein Opting-out oder Opting-up aufgenommen wird. Wie vorne dargestellt, ist die Aufnahme einer derartigen Bestimmung Emissionserfolg abträglich.

---

735 Die Erfahrung zeigt, dass die Kurse bei einem ganz erheblichen Teil der neu kotierten Aktien zwölf oder vierundzwanzig Monate nach der Kotierung erheblich unter dem Emissionspreis liegen. Hauptgrund dafür ist, dass Emissionen meist bei einer sehr guten Börsenlage erfolgen bzw. dann gemacht werden, wenn das betreffende Unternehmen aufgrund der Marktpräferenzen eine hohe Bewertung erhält. Dementsprechend führen Änderungen in der Marktlage bzw. in der Präferenz der Anleger auch wieder zu Verlusten. Ein weiterer Grund ist aber auch, dass es nur relativ wenigen neu kotierten Unternehmen gelingt, die im Prospekt angekündigte wertvermehrende Strategie auch tatsächlich erfolgreich umzusetzen.

736 Vgl. Art. 10 der Richtlinie Track Record, der bei der Kotierung von "jungen Unternehmen" eine Verpflichtung der Aktionäre zur Lock-up Vereinbarung von 6 (gewöhnliche Aktionäre) bzw. 12 Monaten (Aktionäre mit einer Beteiligung von mehr als 3% sowie Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung) vorsieht.

Dienstleistungen von Walder Wyss

Im Bereich der Betreuung von Publikumsgesellschaften sowie der Begleitung von Kapitalerhöhungen und Publikumsemissionen bietet Walder Wyss umfassende rechtliche Dienstleistungen an:

- Beratung von Unternehmen, Aktionären und Emissionsbanken bei der Planung und Durchführung von IPOs und Kapitalerhöhungen kotierter Gesellschaften. Vorbereitung der entsprechenden Kapitalmarkttransaktionen einschliesslich des Entwurfs der notwendigen gesellschaftsrechtlichen und börsenrechtlichen Dokumente: Prospekt, Kotierungsinserat, Kotierungsgesuch; sowie der Verträge, die im Rahmen von Kapitalmarkttransaktionen mit den Banken abgeschlossen werden (Underwriting Agreements etc.);

- Beratung von Unternehmen und ihren Organen im Hinblick auf die Publizitätspflichten einer Publikumsgesellschaft: Ad hoc-Publizität, Corporate Governance-Bericht, Jahres- und Halbjahresberichte, Offenlegung von Management Transaktionen;

- Beratung von Unternehmen bezüglich Compliance betreffend Management-Transaktionen, Insiderhandel und Kursmanipulation; Erstellung der betreffenden Reglemente und Weisungen;

- Beratung von Unternehmen und ihren Organen bei der Durchführung von Generalversammlungen inklusive der Ausarbeitung des Drehbuches;

- Beratung von Unternehmen und Organen bei der Einführung und Umsetzung von Corporate Governance-Strukturen einschliesslich des Entwurfs der notwendigen Reglemente für Verwaltungsrat und Ausschüsse;

- Steuerliche Beratung im Rahmen von Umstrukturierungen, Kapitalerhöhungen, Publikumsemissionen und der Einrichtung von Options- und Beteiligungsplänen;

- Planung und rechtliche Umsetzung der vor einer Publikumsemission notwendigen Umstrukturierung der Gesellschaft:
  - Gesellschaftsrechtliche Umstrukturierungen durch Holdingbildung, Fusion, Abspaltung von Gesellschaften;
  - Kapitalmassnahmen (Kapitalerhöhung, Aktiensplit, usw.);
  - Statutenänderungen;
  - Erstellung von Reglementen;
  - Einführung und Strukturierung von Optionsplänen für Mitarbeiter.